



<input type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

Kandidaatintutkielma
Pro gradu -tutkielma
Lisensiaatintutkielma
Väitöskirja

Oppiaine	Liiketaloustiede	Päivämäärä	18.5.2019
Tekijä	Janne Bragge	Matrikkelinumero	
		Sivumäärä	88 s.
Otsikko	Johdannaisinstrumenttien käyttö yritysten valuuttakurssiriskien hallinnassa verotuksen näkökulmasta		
Ohjaaja	Apulaisprofessori Kirsi-Mari Kallio ja KTT Esa Puolamäki		

Tiivistelmä

Johdannaissopimuksilla on oma roolinsa rahoitusmarkkinoilla sillä ne tarjoavat mahdollisuuden hinnoitella yritykseen kohdistuvia riskejä sekä siirtää niitä taholta toiselle. Yritykset käyttävät johdannaisinstrumentteja riskienhallinnan apuvälineinä, kun ne pyrkivät suojautumaan valuuttakurssien arvovaihtelun aiheuttamilta tuloksen heilahteluilta. Tutkielma kuvailee johdannaisinstrumenttien verotusta elinkeinoverolaissa yrityksen käyttäessä johdannaisinstrumentteja valuuttakurssiriskien hallintaan. Tutkielman teoreettisena viitekehyksenä on hyödynnetty aihealueen liiketalous- ja oikeustieteellistä kirjallisuutta ja tutkimusta.

Tutkielman pääkysymys on *miten johdannaisinstrumentteihin sovellettavat elinkeinoverolain verosäännökset sääntelevät yrityksen valuuttakurssiriskien hallinnan toteuttamista?* Tutkielman lähtökohtana on siis elinkeinoverolain kuvailusta syntyvä tutkimusongelma, jolla on sekä liikkeenjohtamisen että yritysjuridiikkaan liittyviä ulottuvuuksia. Tutkielmassa tutkimusongelmaa käsitellään laadullisten eli kvalitatiivisten menetelmien avulla. Tutkielmassa taustoitetaan johdannaisinstrumenttien hyödyntämistä osana kansainvälistä yritystoimintaa käsittelemällä kansainvälisen yritystoiminnan riskien kokonaisuus, valuuttojen arvojen kehitykseen vaikuttavia tekijät, valuuttakurssiriskien vaikutus yrityksen tuloksen muodostumiseen, elinkeinoverolain tavoitteet ja elinkeinoverolakiin vaikuttavat muut lait ja asetukset.

Liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa vieraasta valuutasta syntyvä valuuttakurssiriski on usein jaettu translaatio-, transaktio- ja operatiiviseen riskiin. Valuuttakurssiriskin lähteellä on tärkeä merkitys siihen miten yritys hyödyntää valuuttajohdannaissuhteita ja mitkä ovat yrityksen valuuttakurssiriskiltä suojautumisesta saamat hyödyt. Käsiteltäessä kansainvälisesti toimivan yrityksen valuuttasuojauksen verokohtelua suomalaisessa lainsäädännössä on elinkeinoverolaki keskeisessä asemassa. Elinkeinoverolaki ei toimi kuitenkaan irrallaan muusta lainsäädännöstä vaan elinkeinoverolakiin vaikuttaa muun lainsäädännön kuten kirjanpitolain ja kansainvälisen tilinpäätösstandardin periaatteet ja tavoitteet. Elinkeinoverolain alkuperäinen realisointiperiaate toimii nykyisessä elinkeinoverolaissa yhdessä kirjanpitolain ja kansainvälisen tilinpäätösstandardin tuloperiaatteen kanssa. Realisointi- ja tuloperiaatteen osittaisella ristiriidalla on vaikutusta muun muassa elinkeinoverolain laatuun – kuten sen ennakoitavuuteen, laajuuteen ja tulkittavuuteen.

Asiasanat	elinkeinoverolaki, valuuttasuojaus, johdannaisinstrumentti, valuuttakurssiriski
Muita tietoja	





**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

JOHDANNAISINSTRUMENTTIEN KÄYTTÖ YRITYSTEN VALUUTTAKURSSIRISKIEN HALLINNASSA VEROTUKSEN NÄKÖKUL- MASTA

Liiketaloustiede, laskentatoimen ja ra-
hoituksen pro gradu -tutkielma

Laatija:
Janne Bragge

Ohjaajat:
Apulaisprofessori Kirsi-Mari Kallio
KTT Esa Puolamäki

18.5.2019
Pori

Turun yliopiston laatu järjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Sisällysluettelo

1	JOHDANTO.....	11
1.1	Johdatus aihepiiriin	11
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset	13
1.3	Aikaisempi tutkimus ja kirjallisuus.....	14
1.4	Tutkimusmetodi	18
1.5	Tutkielman rakenne.....	20
2	KANSAINVÄLINEN YRITYSTOIMINTA JA VALUUTTAKURSSIRISKI ...	22
2.1	Yritystoimintaan liittyvien riskien luonteita	22
2.2	Kansainvälisen toiminnan erityispiirteet ja yrityksen riskien hallinnan kehittyminen.....	23
2.3	Riskin käsitteen määrittely	24
2.4	Valuuttakurssiriski osana markkinariskiä	25
2.5	Valuuttakurssimuutosten vaikutus yritykseen.....	26
2.5.1	Transaktioriskin määrittely	27
2.5.2	Operatiivisen riskin määrittely.....	29
2.5.3	Translaatoriskin määrittely	30
3	KANSAINVÄLISET VALUUTTAMARKKINAT JA VALUUTTAKURSSIEN ENNAKOIMINEN	31
3.1	Kansainväliset valuuttamarkkinat ja valuuttakursseihin vaikuttavat tekijät	31
3.1.1	Maksutasetilasto.....	33
3.1.2	Hyödykkeiden hinnat ja valuuttakurssi.....	34
3.1.3	Koron ja inflaation valuuttakurssia ohjaava vaikutus	36
3.1.4	Hyödykkeiden hintojen, korkojen, inflaation ja valuuttakurssien välinen tasapaino.....	38
3.2	Tulevien valuuttakurssien ennakointi.....	39
3.2.1	Valuuttakurssimuutosten teoreettinen viitekehys	40
3.2.2	Fundamentteihin pohjautuvien valuuttakurssien ennustemenetelmien kritiikki ja satunnaiskulku.....	41
4	JOHDANNAISINSTRUMENTIT JA NIIDEN KÄYTTÄMINEN YRITYSTEN VALUUTTAKURSSIRISKIN HALLINNASSA	43
4.1	Johdannaisinstrumenttien historia	43
4.2	Johdannaisinstrumenttien määrittely ja jaottelu	44
4.2.1	Vakioidut johdannaiset	46
4.2.2	Vakioimattomat johdannaiset	47

4.2.3	Korko- ja valuutanvaihtosopimukset	48
4.3	Suojaamistarkoituksen määrittely	49
4.3.1	Suojautumistarkoitus käytännön esimerkkien kautta.....	50
4.3.2	Johdannaiset ja transaktiosuojautuminen.....	51
4.3.3	Johdannaiset ja operatiivinen suojautuminen	53
4.3.4	Johdannaiset ja translaatiosuojautuminen.....	54
5	JOHDANNAISINSTRUMENTTIEN VEROTUS ELINKEINOVEROLAIN MUKAAN	57
5.1	Yleistä elinkeinotulon verotuksesta	57
5.1.1	Suomalaisen lainsäädännön kehitys elinkeinoverolain voimassaoloaikana ja lainsäädännön laatuun ja määrän kohdistunut kritiikki.....	60
5.2	Elinkeinoverotuksen oikeuslähteet.....	61
5.2.1	Lainsäädäntö	64
5.2.2	Oikeuskäytäntö ja tavanomainen oikeus.....	64
5.2.3	Verohallinnon ohjeet ja oikeuskirjallisuus.....	65
5.3	Kirjanpitosäännösten liittyminen elinkeinoverotukseen	67
5.4	Elinkeinoverolaki	69
5.5	Suojaustarkoituksessa hankittujen johdannaisten verotus elinkeinoverolain mukaan	71
5.6	Kaupankäyntitarkoituksessa hankittujen johdannaisten verotus elinkeinoverolain mukaan	73
5.6.1	Vakioitujen optioiden verotus.....	74
5.6.2	Vakioimattomien optioiden verotus.....	77
5.6.3	Käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat rahoitusvälineet ja sijoitukset	78
5.7	Valuuttasuojauksen toteuttaminen elinkeinoverotuksen näkökulmasta.....	79
5.7.1	Suojauslaskenta.....	80
5.7.2	Käyvän arvon suojaus	81
5.7.3	Rahavirran suojaus.....	83
6	LOPUKSI	85
	LÄHTEET.....	89

Kuviot

Kuvio 1. Valuuttakurssimuutoksista aiheutuvien riskien luokittelu (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 254.)	27
Kuvio 2. Transaktioriskin muodostuminen (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 258.)	28
Kuvio 3. Tasapainotila taloudellisten muuttujien välillä (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 122.)	39

Kaavat

Kaava 1	Valuuttakurssimuunnoksen kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 103.)	34
Kaava 2	Valuuttakurssin päättely vertaamalla paikallisia hintoja (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 103.)	35
Kaava 3	Fisher-efektin kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 111.)	36
Kaava 4	Kansainvälisen Fisher-efektin kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 112.)	37

Lyhenneluettelo

ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta
HE	Hallituksen esitys
IFRS	Kansainvälinen tilinpäätösstandardi
IAS	Vanha kansainvälinen tilinpäätösstandardi
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KPL	Kirjanpitolaki
KVL	Keskusverolautakunta
LLL	Laki luottolaitostoiminnasta
MiFiD II	Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi
MVL	Maatilatalouden tuloverolaki
OECD	Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö
PeL	Perustuslaki
RahKL	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä
SEUT	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta
SipaL	Sijoituspalvelulaki
TVL	Tuloverolaki
VeroH	Verohallinto
VAVM	Valtionvarainvaliokunnan mietintö

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aihepiiriin

Valuuttakauppa muodostaa merkittävän kansainvälisen markkinan. Valuuttakauppaa luonnehditaan usein maailman suurimmaksi markkinaksi. Väitteelle on osin perusteita yli 5 000 miljardin dollarin päivävaihdon johdosta. Suurimman markkinan tittelistä kilpailevat valuuttojen lisäksi myös korkojohdannaissopimukset, joiden nimellisarvoinen päivävaihto on vuonna 2016 ollut 6 600 miljardia dollaria listattujen johdannaisten markkina-paikoilla ja toisaalta 2 700 miljardia dollaria kahdenvälisillä vakioimattomien johdannaisten eli OTC-markkinoilla. (Jalasjoki 2016.)

Johdannaisten hyödyistä käydään välillä värikästäkin keskustelua talouslehtien sivuilla. Vuonna 2003 Yhdysvaltain keskuspankin (Federal Reserve) tuolloinen pääjohtaja Alan Greenspan sekä maineikas suursijoittaja Warren Buffett olivat eri linjoilla johdannaisten hyödyntämisestä elinkeinotoiminnassa ja valuuttasuojauksessa. Greenspanin mukaan johdannaisten aikaansaamat hyödyt olivat ylittäneet reippaasti niistä aiheutuneet kustannukset. (Jalasjoki 2016.) Tämä oli vastaus Buffetille, joka oli aikaisemmin luonnehtinut johdannaista ”rahoitusalan joukkotuhuoseiksi” (Elo 2008). Buffettin käsitystä vastaava mielikuva saattaa olla myös suurella yleisöllä, sillä johdannaiset nousevat tyyppillisesti vain silloin julkiseen keskusteluun, jos niistä on koitunut merkittäviä tappioita julkisille toimijoille tai rahoitusjärjestelmälle kokonaisuutena (Jalasjoki 2016).

Johdannaissopimuksilla on oma roolinsa rahoitusmarkkinoilla sillä ne tarjoavat mahdollisuuden hinnoitella riskejä sekä siirtää niitä taholta toiselle (Jalasjoki 2016). Yritykset käyttävät johdannaisinstrumentteja riskienhallinnan apuvälineinä, kun ne pyrkivät suojautumaan muun muassa korkojen, valuuttakurssien, osakekurssien tai raaka-aineiden hinnanmuutosten aiheuttamilta tuloksen heilahteluilta (Geczy ym. 1997, 1350–1351). Johdannaisinstrumentteja käytetään myös voitontavoittelussa eli spekulatiivisessa kaupankäynnissä, jolloin toiminta perustuu näkemykseen markkinoilla tapahtuvien korkojen, valuuttakurssien, osakkeiden tai hyödykkeiden hintojen tulevasta kehityksestä (Keloharju ja Niskanen 2001, 481). Lisäksi johdannaisinstrumentteja käytetään riskittömien arbitraasituottojen tavoittelussa (Jalasjoki 2016). Arbitraasituotoilla tarkoitetaan instrumenttien erilaisista ehdoista tai hinnoittelusta johtuvia tuottoja (Wang 2005, 31–33). Tällöin toiminta perustuu esimerkiksi vastakkaisten positioiden luomiseen synteettisten instrumenttien avulla yhdistelemällä yksittäisiä instrumentteja tai käymällä kauppaa eri markkinapaikoilla. (VeroH:n ohje A53/200/2014).

Erilaisten elinkeinotoiminnassa hyödynnettävien johdannaisten verotuslainsäädäntö keskittyy elinkeinoverolakiin, joka jakaa johdannaisten käyttötarkoituksen suojaavaan- ja kaupankäyntitarkoitukseen (Harsu 2011, 56–59; EVL 26 §; EVL 27 § d ja e).

Kansainväliset kirjanpitokäytännöt osaltaan vaikuttavat johdannaisten käsittelyyn yrityksen verotuksessa. Kansainvälisen kirjanpitostandardin (IFRS) määritelmä suojaavassa tarkoituksessa hankitusta johdannaisesta ohjaa sitä miten johdannaisia määritellään myös suomalaisessa lainsäädännössä (Harsu 2011, 56–59). Elinkeinoverolakiin (EVL) vaikuttaa myös kirjanpitolaki (KPL). Yrityksen kirjanpito ja verotus ovat periaatteessa kaksi erillistä järjestelmää, käytännössä kuitenkin kirjanpidon ja verotuksen laskenta kytkeytyvät toisiinsa (Kukkonen & Walden 2010, 52).

Kansainvälisillä markkinoilla toimivat yritykset kohtaavat valuuttojen arvon muutoksista aiheutuvaa riskiä. Valuutan arvon vaihtelun merkitys yrityksen arvoon voi olla merkitsevä yrityksillä, jotka tekevät kansainvälisiä toimituksia, toimivat tytäryritystensä kautta vieraan valuutan markkinalla tai ovat hankkineet huomattavan määrän ulkomaan valuuttapohjaista velkaa (Eiteman ym. 2007, 253–255). Yrityksen kannalta on merkitsevää tunnistaa valuutan arvon vaihteluun liittyvät riskitekijät, pyrkiä ennustamaan valuutan arvon vaihtelua ja vastata niihin oikeilla strategisilla valinnoilla (Bradley & Moles 2002, 28) maksimoiden yrityksen kannattavuus, kassavirrat ja markkina-arvo (Allayannis & Ofek 2001, 243–276) ja ymmärtää erilaisten suojautumismekanismien verotukselliset vaikutukset (Eiteman ym. 2007, 254–255). Jorion (1990, 331–345), Bodnar ja Gentry (1993, 29–45) totesivat tutkimuksissaan, että yhdysvaltalaisen monikansallisten vienti- ja tuotantoyritysten tulokset eivät heijastaneet merkitsevästi valuutan arvon muutoksia, vaikka yritykset toimivat useiden valuuttojen alueella. Yhtenä mahdollisena selittävänä tekijänä oli, että yritykset hyödynsivät huomattavasti valuuttajohdannaisia ja muita valuuttakurssiriskin hallintavälineitä suojautuakseen yllättäviltä ja merkittäviltä valuuttakurssien muutoksilta (Allayannis & Ofek 2001, 243–276).

Valuuttakurssien muutoksista aiheutuvia riskilähteitä on useita. Tieteellisissä tutkimuksissa riskitekijät, jotka kohdistuvat kansainvälisiin yrityksiin jaetaan usein transaktioon, operaatioon ja translaatioon liittyviin riskitekijöihin. Yritykset pyrkivät suojautumaan valuuttakurssien muutoksilta erilaisin menetelmin, joista osa on finanssimarkkinoiden tuotteita ja toiset menetelmät liittyvät yritysten toiminnan organisoimiseen. (Eiteman ym. 2007, 253–255, 301–305, 335–342.)

Valuuttakurssiriskit kohdistuvat myös suomalaisiin yrityksiin esimerkiksi viennin ja tuonnin kautta. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2017 Suomen kymmenen suurimman vientimaan joukossa oli viisi maata, joilla on käytössä toinen valuutta kuin Suomessa käytössä oleva euro. Jakauma on vastaavanlainen myös tuonnin osalta. (Tilastokeskus 2018, Kaupan määräindeksit.) Valuuttakurssien muutokset voivat olla huomattavia lyhyelläkin ajanjaksolla (Eiteman ym. 2007, 155), aiheuttaen yritykselle toteutuessaan merkittäviä menetyksiä. Huomattavia valuuttakurssien romahduksia on tapahtunut 1990-luvulla lukuisissa Euroopan, Latinalaisen Amerikan ja Aasian maassa. Kriisin taustalla on tulkittu olleen odotus valtion budjettivajeesta tai toteutunut budjettivaje, jonka seurauksena kyseisten maiden valuuttoihin kohdistunut valtaisa myyntipaine on lopulta johtanut

valuutan arvon romahtamiseen maan keskuspankin valuuttavarantojen ehdyttyä. (Annicchiarico ym. 2011, 285–303.)

Vieraisiin valuuttoihin kohdistuneiden kriisien lisäksi myös euroa on kohdannut kriittinen ajanjakso Kreikan kriisin myötä vuosina 2008–2012, jolloin Kreikan valtion taloutta tuettiin muiden Euroopan unionin rahaliittoon kuuluneiden maiden toimesta (Dellas & Tavlas 2013, 491–520). Viimeisin merkittävä valuuttakriisi Suomen naapurivaltiossa on tapahtunut vuonna 2014, jolloin Krimin kriisin myötä Venäjän ruplan arvo romahti. Krimin niemimaan selkkauksen yhteydessä useat länsimaat asettivat pakotteita Venäjän taloutta kohtaan. Selkkaus aiheutti huomattavaa Venäjän ruplan arvon alenemista. (Dreger ym. 2016, 295–308.)

Valuuttojen arvon muutokset voivat olla ennakoimattomia ja merkittäviä, jolloin yritykselle voi aiheutua merkittäviä menetyksiä riippuen yrityksen varautumisesta valuuttakurssiriskiin (Eiteman ym. 2007, 155). Valuuttakurssien muutosten ennustamiseen ja varautumiseen on tieteellisessä tutkimuksessa erilaisia teorioita (Wang 2005, 57). Myös yritysten toimintaa on tutkittu laajalti valuuttakurssiriskiltä suojautumisen osalta. Valuuttakurssiriskiltä suojautuminen tyypillisesti tapahtuu erilaisten rahoitusinstrumentteihin ja operaatioihin liittyvien valintojen kautta, joilla on myös verotuksellisia seuraamuksia. (Allayannis & Ofek 2001, 273; Hoberg & Moon 2017, 217–218; Graham & Rogers 2002, 837–839; Smith & Stulz 1985, 392–405.)

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielma kuvailee johdannaisinstrumenttien verotusta elinkeinoverolaissa yrityksen käyttäessä johdannaisinstrumentteja valuuttakurssiriskin hallintaan. Tutkielman tutkimuskysymykset jakautuvat pääkysymykseen:

- Miten johdannaisinstrumentteihin sovellettavat elinkeinoverolain verosäännökset sääntelevät yrityksen valuuttakurssiriskin hallinnan toteuttamista?

Ja alakysymyksiin:

- Miten yritykset hyödyntävät johdannaisinstrumentteja valuuttariskin hallinnassa?
- Miten yritykset voivat ennakoida tulevaa valuuttakurssien kehitystä?
- Mitä riskejä yritykset kohtaavat toimiessaan vieraan valuutan alueella?

Tutkielman keskeisin sisältö painottuu elinkeinoverolain kuvailuun valuuttasuojaukseen vaikuttavien elinkeinoverolain pykälien, pykälien tavoitteiden, elinkeinoverolain

kehityksen ja elinkeinoverolakiin vaikuttavia muiden lakien, asetusten ja lain kannalta merkityksellisten kirjanpitosäännösten osalta. Valuuttasuojauksen kokonaisuuden käsittelyn kannalta on oleellista käydä läpi myös valuuttakurssimuutoksiin liittyviä riskejä yrityksille, valuuttakurssimuutosten taustalla olevia tekijöitä ja johdannaisten määrittelyä ja hyödyntämistä yrityksissä liiketaloustieteellisen tutkimuksen ja ammattikirjallisuuden perusteella.

Tutkielman verotukseen liittyvänä rajauksena toimii elinkeinoverolaki. Kansainvälisiä kirjanpitokäytäntöjä ja kirjanpitolainsäädäntöä käsitellään vain siltä osin kuin se on tarpeellista elinkeinoverolain tavoitteiden ymmärtämiseksi ja verotuksen kokonaisuuden hahmottamiseksi. Valuuttasuojauksen, kansainvälisten valuuttamarkkinoiden ja kansainvälisen yritystoimintaan liittyvien riskien kokonaisuutta käsitellään tutkimuskysymysten kannalta oleellisin osin. Tutkielman lähdeaineistona toimii kansainvälinen liiketaloustieteellinen tutkimus ja kirjallisuus sekä elinkeinoverotukseen liittyvät oikeuslähteet.

1.3 Aikaisempi tutkimus ja kirjallisuus

Valuuttakurssien muutosten ennustamisesta ja syistä, yritysten valuuttakurssiriskin hallinnasta, valuuttakurssiriskistä ja sen vaikutuksesta on varsin runsaasti tieteellistä tutkimusta. Tämä on ymmärrettävää sillä valuuttakurssien vaikutukset yritysten taloudelliseen menestykseen voivat muodostua merkittäviksi. Valuuttakurssiriskiltä suojautumiseen liittyvät päätökset aiheuttavat erilaisia taloudellisia seuraamuksia, joilla on vaikutusta myös yritykseen kohdistuvaan verotukseen.

Vuosikymmenten ajan liiketaloustieteen tutkijat ovat yrittäneet ymmärtää valuuttakurssien vaihtelua. Tutkijat ovat päässeet konsensukseen tietyistä tekijöistä, kuten koroista, inflaatiosta ja kauppataaseesta, joilla on vaikutusta valuutan arvon vaihteluun. (Engel ym. 2007.) Kaiken kaikkiaan valuuttakurssisiin keskittynyt tutkimus on tuottanut useita mahdollisia päätelmiä ja teorioita ennakoida valuuttojen tulevaa kehityskulkua.

Täysin luotettavia menetelmiä ei kuitenkaan valuuttakurssien ennustamiseksi ole pystytty osoittamaan. Erilaiset valuuttakurssien ennustamiseen liittyvät menetelmät menestyvät hyvin tutkitulla ajanjaksolla, mutta yleensä epäonnistuvat testattaessa tutkitun ajanjakson ulkopuolella. (Sarno ym. 2003, 136–137.) Valuuttakurssien muutoksiin liitetään matematiikassa kehitetty satunnaiskulun käsite. Finanssimarkkinoilla satunnaiskululla viitataan valuuttojen sattumanvaraiseen nimellisarvon vaihteluun markkinoilla. Lyhyesti kuvailtuna satunnaiskulun teorian mukaan tulevat arvon muutokset ovat riippumattomia aikaisemmista, jolloin markkinoilta ei pitäisi olla löydettävissä trendejä, joiden avulla sijoittaja pystyisi hankkimaan keskimääräistä parempaa tuottoa markkinoilta. (Fama 1970, 386–387.) Meese ja Rogoff (1983, 3–24) totesivat tutkimuksessaan, että satunnaiskulku ennustaa tulevaa kurssikehitystä lyhyellä aikavälillä itse asiassa paremmin kuin kehitetyt

makroekonomiset mallit. Samaan johtopäätelmään päätyivät myös Evans ja Lyons (2002, 170–178), jotka totesivat, että makroekonomiset mallit, jotka ennustavat valuuttakurssien muutoksia alle vuoden ajanjaksolla, ovat ennustevoimaltaan heikkoja. Negatiiviset tulokset valuuttakurssien ennustettavuudesta ovat heittäneet varjon valuuttakurssien muutosten ennustavuutta koskevalla tutkimukselle (Frankel & Rose 1994, 46–48).

Vaikka valuuttakurssien muutosten ennustamisesta ja syistä ei ole päästy tieteellisessä tutkimuksessa täydelliseen yhteisymmärrykseen, joutuvat yritykset kuitenkin suojautumaan epäedullisilta valuuttakurssien muutoksilta (Kim & Chance 2018 110). Modigliani ja Miller (1958, 288–296) totesivat tutkimuksessaan, että teoreettisessa kitkattomassa maailmassa, joka ei sisällä transaktiokustannuksia, veroja, valuuttojen välisiä arvon vaihteluita tai konkurssikustannuksia, rahoitukseen liittyvät päätökset muodostuvat merkittömiksi. Rahoitettavan projektin lopputulokseen ei siis Modiglianin ja Millerin mukaan vaikuta miten projekti rahoitetaan – omalla vai vieraalla pääomalla, kuten ei silläkään otetaanko laina kirjanpitovaluutassa vai ulkomaan valuutassa. Eri rahoitusmuotojen käyttö ei myöskään Modiglianin ja Millerin mukaan vaikuta siihen, mitä toimintaa yrityksen kannattaa harjoittaa. Yritykset kuitenkin kohtaavat ”kitkakustannuksia”, kuten korkojen ja valuuttojen muutokset, ja pyrkivät vähentämään niitä, jolloin suojauksen käyttäminen muodostuu taloudellisesti järkeväksi.

Tieteellisessä kirjallisuudessa ulkomaan valuutasta syntyvä riski yritykselle on usein jaettu translaatio-, transaktio- ja operatiiviseen riskiin. Valuuttakurssiriskin lähteellä on tärkeä merkitys siihen miten yritys hyödyntää valuuttajohdannaisia, minkä tyyppisiä valuuttajohdannaisia yritys käyttää valuuttakurssiriskiltä suojautuakseen ja mitkä ovat yrityksen valuuttakurssiriskiltä suojautumisesta saamat hyödyt. (Eiteman ym. 2007, 251–255, 301–305, 335–342.) Valuuttakurssiriskin merkitys osana valuuttajohdannaisen tyyppin valintaa osoittaa Geczyn ym. (1997, 1350–1351) mukaan, että yritykset käyttävät valuuttajohdannaisia pääsääntöisesti suojautumistarkoituksessa, ei spekulatiiviseen kaupankäyntiin. Myös Allayannis ja Ofek (2001, 273) pääsivät tutkimuksessaan vastaavaan lopputulokseen. Heidän mukaansa yritykset käyttävät valuuttajohdannaisia valuuttakurssiriskiltä suojautumiseen, ja valuuttajohdannaisen käytön päätöksen taustalla on yrityksen altistuminen valuuttakurssiriskille vieraan valuutan alueelle tapahtuvan kaupan seurauksena.

Tieteellisessä kirjallisuudessa yritykseen kohdistuvaa valuuttakurssiriskiä on käsitelty usein yritysten tase- ja rahavirtavaikutusten kautta. Taseita tutkittaessa keskiössä ovat olleet ostovelkojen ja myyntisaamisten suojaaminen, kun puolestaan rahavirtoja koskevassa tutkimuksessa on keskitytty tutkimaan valuuttakurssiriskin vaikutusta yrityksen operaatioihin. (Akay & Cifter 2014, 426–434.) Yrityksen valuuttakurssiriskin hallintaan liittyvä tutkimus sisältää myös valuuttakurssiriskiltä suojautumisen tutkimuksen erilaisien rahoitusinstrumenttien avulla. Géczy ym. (1997, 1323–1354) Tarkastelivat Fortune 500 -listan yritysten valuuttajohdannaisen käyttöä erilaisien valuuttasuojasteorioiden

pohjalta. Tutkimuksen johtopäätöksenä he totesivat, että yritykset, jotka ovat kasvuhakuisempia käyttävät todennäköisemmin valuuttajohdannaisia suojautuakseen valuuttojen arvojen muutoksilta. Johdannaisia käytetään kassavirran vaihtelun tasoittamiseksi. Noin 41 prosenttia tutkimuksen yrityksistä käyttivät suojautuakseen valuuttajohdannaisia, kuten, termiini-, futuuri- ja optiosopimuksia, näiden sopimusten yhdistelmiä tai valuutan- ja koronvaihtosopimuksia.

Nykyisessä tieteellisessä tutkimuksessa on esitetty malleja, jotka tukevat yritysten suojaamiskäytäntöjä kustannusten lieventämiseksi ja yrityksen arvon kasvattamiseksi (Kim ym. 2018, 110). Froot ym. (1993, 1629) tutkivat yritysten riskinhallintapolitiikka. Heidän tutkimuksensa mukaan, mikäli yrityksen ulkoiset rahoituslähteet ovat kalliimpia kuin yrityksen sisäiset rahoituslähteet, on yritykselle hyötyä käyttää johdannaisia riskeiltä suojautumiseen. Riskienhallinnan kautta yritys voi varmistaa, että yrityksellä on aina käytävissä tarpeelliset sisäiset rahoituslähteet, mikäli kasvun kannalta tärkeitä tulevaisuuden investointimahdollisuuksia ilmenee. Varsinkin taloudellisissa häiriötilanteissa, kuten taantumissa, ulkoisen rahoituksen hinta voi muodostua sisäistä rahoitusta suuremmaksi.

Allayannis ja Weston (2001, 273–274) osoittivat positiivisen suhteen yrityksen markkina-arvon ja valuuttajohdannaisten käytön välillä. He tutkivat valuuttajohdannaisten käytön vaikutusta 720 suuren ei-rahoituslalla toimivan yrityksen markkina-arvoon vuosina 1990–1995. Hyödyntäen Tobin Q -menetelmää, he pystyivät osoittamaan, että valuuttajohdannaisia käyttävät yritykset olivat markkina-arvoltaan 4,87 prosenttia korkeammalle arvostettuja osakemarkkinoilla kuin yritykset, jotka eivät suojautuneet valuuttariskejä kohtaan valuuttajohdannaisten avulla. Tekemiensä lisätestien avulla he myös osoittivat, että yritysten markkina-arvo aleni suhteessa muihin yrityksiin, mikäli yritys päätti lopettaa valuuttajohdannaisten suojautumisen.

Verotuksellista näkökulmaa valuuttajohdannaisten suojautumisen osalta nostivat esiin Graham ja Rogers (2002, 837), joiden mukaan yritykset saavat verotuksellista hyötyä valuuttajohdannaisten käytöstä, lisäten näin yrityksen kokonaisarvoa. He tutkivat käyttävätkö yritykset johdannaisia toteuttaakseen riskinhallinta strategioitaan verotuksellisten kannustimien seurauksena. Vaikka johdannaiset tarjoavat vain yhden menetelmän hallita riskiä, johdannaisten suhteellisen halvat kaupankäyntikustannukset tekevät niistä varteenotettavan vaihtoehdon yrityksen suojaamiseen valuuttakurssiriskiltä. Graham ja Rogers huomasivat, että 80 prosentissa tutkituista tapauksista johdannaisten kaupankäyntikustannukset olivat pienemmät kuin suojaukset antamat verotukselliset edut. Motivaatioon käyttää johdannaisia vaikuttivat myös kirjanpitokäytännöt, sillä johdannaisten hyödyntäminen on helpompi havaita tilinpäätöksestä, jolloin se voi vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvostukseen. Smith ja Stulz (1985, 392) käsittelivät myös verotuksen näkökulmaa ja totesivat tutkimuksessaan, että yritysten kannattaa verotuksellisesti hyödyntää rahoitusinstrumentteja tasoittaakseen yrityksen tuloksen vaihtelua, mikäli yritykseen kohdistuu marginaaliverotus. Verotuksen kiristyessä tulojen kasvaessa yritysten on järkevää

pyrkii tasoittamaan tuloja eri vuosien välillä. Valuuttasuojauksen avulla voidaan tasoittaa hyvien ja huonojen vuosien välistä tulojen vaihtelua, jonka myötä yritykseen kohdistuva verotus pitkällä aikavälillä kevenee ja yrityksen verojen jälkeinen arvo kasvaa.

Tieteellisellä tutkimuksella on ollut kuitenkin haasteita selittää miksi jotkin kansainvälistä toimintaa harjoittavat yhtiöt, eivät suojaudu valuuttakurssiriskiltä johdannaisia käyttämällä, vaikka niiden käytöstä on osoitettu olevan selkeää hyötyä (Kim ym. 2018. 110; Hoberg & Moon 2017, 217). Guay ja Kothari (2003, 452–453) totesivat, että johdannaisiin pohjautuvat suojautumisstrategiat ovat vain osa heidän tutkimiansa yritysten kokonaisriskinhallintaa. Heidän mukaansa useimpien yritysten hallussa olevien johdannaispositioiden suuruus on taloudelliselta arvoltaan usein varsin pieni verrattuna yrityksiin kohdistuviin riskeihin. Yritykseen kohdistuvien riskien ja johdannaisiin perustuvien suojauksien epätasapaino johtuu Guay ja Kotharin mukaan siitä, että 1) useat yritykset käyttävät johdannaisia vain ”hienosäätääkseen” riskienhallintaohjelmaansa, joka sisältää myös muita riskiltä suojautumiskeinoja, kuten tuotannon hajauttaminen osana operatiivisia suojausmenetelmiä, 2) yritykset hajauttavat johdannaisiin liittyvän päätöksenteon ja käyttämisen divisioonatasolle vain osaksi sisäistä budjetointia tai suorituskyvyn arviointia, 3) yritykset käyttävät johdannaisia muuhun kuin varsinaisiin riskienhallinnan tarkoituksiin, esimerkiksi spekulatiiviseen kaupankäyntiin tai lieventämään todennäköisyyttä että varallisuuserien hinnan muutokset poikkeavat ennakoidusta. Joidenkin yritysten tapa hyödyntää muita menetelmiä kuin johdannaisia – esimerkiksi vieraassa valuutassa olevia valuuttalainoja tai toimintojensa laajentamista vieraan valuutan alueelle – osana yritysten riskinhallintaa antaa aiheen tarkastella aikaisempia empiirisiä tutkimuksia, jotka osoittavat mitkä seikat johtavat yritykset kuitenkin käyttämään välillä johdannaisia valuuttakurssien muutosten aiheuttamaa riskiä vastaan. (Hoberg & Moon 2017, 217.)

Koska valuuttojen aiheuttamien ei toivottujen riskien toteutuminen voi aiheuttaa yritykselle ylimääräisiä kustannuksia, on kaikilla vieraan valuutan alueella toimivilla yrityksillä kannustin suojautua valuuttakurssien muutosten aiheuttamilta riskeiltä. Johdannaisia ei kuitenkaan aina käytetä niiden käytön aiheuttamien kustannusten takia. Johdannaisten käyttäminen voi olla kallista, mikäli yritys joutuu suojautumaan pientä epävakautta valuutta kohtaan ja mikäli suojautumistarve on pitkäkestoinen. (Hoberg & Moon 2017, 217.) Kim ym. (2006) totesivat tutkimuksessaan, että suojautuminen johdannaisten avulla on tehotonta hyvin pitkissä projekteissa. Johdannaisten käyttäminen valuuttakurssiriskiltä suojautumiseen on myös hankalaa, mikäli vieraan valuutan alueella myynnin vaihtelu on suurta (Chowdry & Howe 1999, 229–246). Operatiivinen suojautuminen voidaan nähdä vaihtoehtoisena ja välillä houkuttelevampana tapana hallita valuuttakurssiriskiä. Operatiivisella suojautumisella tarkoitetaan hyödykkeen hankinnan ja valmistamisen keskittämistä saman valuutan alueelle, jonne hyödykkeen pääsääntöinen myynti tapahtuu. Monilla eri markkinoilla toimivat yritykset käyttävät eri suojautumismekanismeja,

johdannaisia ja operatiivisia menetelmiä, myös rinnakkain sen mukaan mikä palvelee yrityksen päämääriä parhaiten. (Hoberg & Moon 2017, 217–218.)

Suomalaisessa tieteellisessä tutkimuksessa valuuttakurssien vaihtelu osana yritykseen kohdistuvia riskejä on noussut myös esille. Rahoitukseen liittyvillä päätöksillä voidaan myös suojautua yrityksen toimintaan kohdistuvalta valuuttakurssiriskiltä. Keloharju ja Niskanen (2001, 481–496) tutkivat valuuttavelan eli vieraassa valuutassa otettuun velkaan liittyviä tekijöitä. Tutkimuksen mukaan yritykset, joiden liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu viennistä ottavat todennäköisemmin valuuttavelkaa. Valuuttavelan ottaminen on myös houkuttelevaa, mikäli lainavaluutan niemelliskorko suhteessa yrityksessä käytössä olevaan valuutta on tavallista alhaisempi. Keloharju ja Niskanen löysivät myös spekulatiivisia motiiveja valuuttavelan hyödyntämisen taustalta, joten kaikki johdannaisien käyttö ei heidän tutkimuksensa mukaan liittynyt suojautumiseen. Tämä lisäksi he totesivat, että suuret yritykset, joilla on pääsy kansainvälisille pääomamarkkinoille, todennäköisemmin hyödyntävät valuuttalainoja kuin pienet yritykset.

Johdannaiset ovat varsin laajalti tutkittu osa-alue liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa. Suomalaisessa lainsäädännössä johdannaisten käyttöä voidaan tarkastella henkilö- tai elinkeinoverotuksen kannalta, molemmilta alueilta on saatavissa erilaisia oikeuslähteitä tulkinnan pohjaksi. Tutkielman kannalta keskeistä on kuitenkin elinkeinoverotuksen oikeuslähteet, kuten lainsäädäntö, lainsäädännön taustalla olevat hallituksen esitykset, verohallinnon ohjeet ja oikeustieteellinen kirjallisuus. Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa on käsitelty laajasti yrityslainsäädäntöä ja yrityksen toimintaa koskevaa verotusta. Elinkeinoverotusta on avattu oikeustieteellisessä kirjallisuudessa yleisesti elinkeinoverotusta koskevan kirjallisuuden, kuin myös useiden eri elinkeinoverolain kommentaarien kautta. (Ossa 2014; Kukkonen & Walden 2015.) Tutkielman kannalta keskeisiä verotuksellisia kysymyksiä ovat johdannaisista saatujen tulojen ja aiheutuneiden menojen määrittely, erilaisten johdannaissopimusten verokohtelu ja elinkeinoverolain suhde kansainvälisiin kirjanpitolakiin, kirjanpitolakiin ja verotuksen vaikutus käyvän arvon ja rahavirran suojaukseen. Näistä asioista on kirjoittanut muun muassa Torkkel (2012, 319–322) ja Harsu (2011 & 2018). Myrsky ja Malmgrén (2014) ovat puolestaan kuvailleet suomalaisen elinkeinoverotuksen luonnetta historian kautta tähän päivään ja arvioineet eri oikeuslähteiden painoarvoa oikeustieteellisessä tutkimuksessa.

1.4 Tutkimusmetodi

Tutkimusmetodin valinta pohjautuu valittuun tutkimusongelmaan. Tämän tutkielman lähtökohtana on ongelma, jolla on sekä liikkeenjohtamisen että yritys juridiikkaan liittyviä ulottuvuuksia. Tutkielman tavoitteena on jäsentellä ja kuvailla käsiteltävää aihetta. Tutkielmassa ongelmaa tarkastellaan laadullisten eli kvalitatiivisten menetelmien avulla.

Tutkimusmenetelmän valintaa perustelee tutkielman tavoite kuvata yritysten valuuttakurssiriskin hallintaan liittyvää elinkeinoverotusta ilman että eri verotuksesta aiheutuvia seuraamuksia vertailtaisiin niiden vaikutusten perusteella määrällisessä muodossa.

Laadullinen tutkimus ei ole liiketaloustieteissä ollut perinteisesti niin tärkeässä osassa kuin määrällinen tutkimus. Laadullinen tutkimus on kuitenkin lisääntynyt viimeisten vuosikymmenten aikana. Myös monimenetelmätutkimukset, jotka sisältävät sekä laadullisia että määrällisiä elementtejä, ovat lisääntyneet. Vaikka laadullisia menetelmiä kuvataan usein vähemmän luotettaviksi, epätarkemmiksi, tehottomammiksi ja vähemmän uskottaviksi kuin kvantitatiiviset eli määrälliset menetelmät, itse asiassa molemmilla menetelmillä on omat vahvuudet. Kuinka paljon valitun menetelmän kautta voidaan saada uutta tietoa, riippuu tutkimuksen kohteena olevan aiheen erityiskysymyksistä, kuten tutkittavan aiheen luonne, aikaisempi tieto, suunnittelun näkökulmat ja tutkimuksen toteuttaminen. (Starr 2014, 238–239.)

Laadullista tutkimusta ei voi nähdä yksittäisenä ilmiönä, vaan se on kehittynyt monista eri vaikutteista, ajattelutavoista ja tutkimustraditioista. Laadullisen tutkimuksen perinteet eivät noudattele tieteenfilosofisia rajalinjoja, vaan mihin on otettu vaikutteita monilta eri suunnilta ja näin ollen ne muodostavat aidosti muista menetelmistä yhdistelevän tutkimussuuntauksen. Laadullisella tutkimuksella on geneettisiä suhteita hermeneutiikkaan, fenomenologiaan ja analyyttiseen kielifilosofiaan, joista jokainen on vaikuttanut laadullisen tutkimuksen perusajatuksiin. Kvalitatiivisten tutkimusmenetelmien kehityksestä on havaittavissa historiallinen kehityskulku. Kvalitatiivisen empiirisen tutkimukseen ideat ovat jalostuneet alun perin eurooppalaisessa ajattelussa, hermeneutiikassa ja fenomenologiassa, jotka ovat ajan myötä saaneet angloamerikkalaisessa ajattelussa varsin vieraitakin tulkintoja alkuperäisiin ajatuksiin nähden. Angloamerikkalaiset suuntaukset ovat muokanneet eurooppalaista perinnettä lähinnä analyyttisen filosofian kautta. Nykyään filosofiassa nähdään eri suuntausten välillä enemmän yhtäläisyyksiä kuin eroja, jota voidaan pitää myös kehityssuuntauksena erityistieteissä. (Eskola & Suoranta 1998, 25–26.) Laadullinen tutkimus perustuu kokonaisuuksien ymmärtämiseen ja loppupäätelmän etsimiseen. Laadullisessa tutkimuksessa aineistoa tarkastellaan kokonaisuutena ja sen odotetaan selventävän, jonkin singulaariseksi ymmärretyn sisäisesti loogisen kokonaisuuden rakennetta. (Alasuutari 2011, 38.)

Liiketaloustieteen tutkimusta voidaan havainnoida jakamalla se teoreettiseen, empiiriseen, deskriptiseen ja normatiiviseen tutkimukseen. Tämän jaon pohjalta tutkimusotteita ovat kuvailleet Neilimo ja Näsi (1980, 67), jotka kuvaavat liiketaloustieteellisen tutkimuksen eri suuntauksia. Tämän tutkimuksen lähestymistapa on käsiteanalyyttinen tutkimusote ja deskriptiivinen tutkimusote. Käsiteanalyysi muodostaa itsenäisen tutkimusmetodin teoreettisen tutkimuksen alueella, ja sen avulla kuvaillaan eri käsitteiden ja teorioiden merkitystä ja yhteyttä toisiinsa. (Puusa 2008, 36.)

Tutkielmassa tutkimusongelmaa lähestytään teoreettisesti ja erilaisten käsitteiden kautta. Tutkimuksen luonteesta johtuen lähdemateriaalina käytetään oikeus ja liiketaloustieteen kirjallisuutta ja viranomaislausuntoja, tutkimusote on kuitenkin enemmän deskriptiivinen kuin normatiivinen. Tutkimusongelmaa lähestytään myös käytännön kautta analysoimalla kolmen suomalaisen pörssiyrityksen – Atria Oyj, Fortum Oyj ja Tikkurila Oyj – tilinpäätöstiedotteiden antamia tietoja valuuttasuojauksen toteuttamisen osalta. Tutkimuksen päämääränä ei ole antaa neuvoja, kuinka valuuttakurssiriskin hallinta pitäisi toteuttaa johdannaisinstrumenttien avulla verotuksen näkökulmasta vaan kuvailla valuuttakurssiriskin hallintaa verotuksen asettamista lähtökohdista.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma noudattelee tutkimuskysymysten muodostamaa rakennetta. Tutkielman ensimmäinen luku on johdantoluku, luvuissa 2–5 keskitytään jokaisessa vastaamaan yhteen tutkimuskysymykseen ja viimeisessä luvussa annetaan tiivistetty kuvaus tutkielman eri aihealueista, tieteellisen tutkimuksen esiin nostamista teemoista ja pohditaan elinkeinoverolain laatua ja sen vaikutusta yrityksen valuuttakurssiriskin hallinnan toteuttamiseen.

Tarkemmin kuvattuna rakenne muodostuu kuudesta eri luvusta, joista ensimmäinen on tutkielman lähtökohtia kuvaava johdantoluku. Luvussa kuvataan tutkielmaan aiheenvalinnan taustoja, käydään läpi aikaisempaa tutkimusta, esitetään tutkimuskysymykset, -rajaukset -metodit sekä tutkielman rakenne. Toisessa luvussa käydään läpi yritystoiminnan luonteet, riskin käsite ja yritykseen kohdistuvien riskien luokittelua. Luvussa myös kuvataan kuinka valuuttakurssiriskin vaikutukset näkyvät yritysten toiminnassa käytännön tasolla transaktioriskin, operatiivisen riskin ja translaatoriskin kautta. Kolmannessa luvussa kuvataan kansainvälisiä valuuttamarkkinoita ja valuuttakurssien ennakoimiseen liittyviä finanssiteorioita. Kolmannen luvun loppupuolella kuvataan fundamentteihin pohjautuvaa valuuttakurssien ennakoimisen kritiikkiä ja nostetaan esille satunnaiskulun käsitettä osana valuuttakurssien ennakointia. Neljännessä luvussa keskitytään johdannaisinstrumenttien käyttämiseen osana valuuttakurssiriskin hallintaa eli suojaamistarkoituksessa. Luvussa käydään läpi erilaisia johdannaistyyppisiä, suojaamistarkoitusta, johdannaisten käyttötilanteita aikaisemmin kuvattujen riskien kautta. Luvun tarkoituksena on kuvata kuinka yritykset suojaautuvat käytössään olevien valuuttojen arvon vaihtelun tuomilta riskeiltä yrityksen arvoon ja sen rahavirtoihin. Viidennessä luvussa perehdytään johdannaisten verotukseen elinkeinoverolaissa ja vastataan tutkielman pääkysymykseen: *miten johdannaisinstrumentteihin sovellettavat elinkeinoverolain verosäännökset sääntelevät yrityksen valuuttakurssiriskin hallinnan toteuttamista?* Elinkeinoverolakiin vaikuttaa muukin lainsäädäntö ja kansainväliset kirjanpitoasetukset, joiden vaikutusta

elinkeinoverolakiin kuvataan tarpeellisin osin. Luvun lähdemateriaalina hyödynnetään lakia, oikeustapauksia, hallituksen esityksiä, Verohallinnon ohjeita ja oikeuskirjallisuutta. Luvun alkupuolella kuvaillaan elinkeinoverotusta, oikeustieteellistä argumentaatiota lainsäädännön kehitystä ja siihen kohdistuvaa kritiikkiä pohjustaen näin luvun loppupuolen elinkeinoverolain kuvailua. Luvussa pyritään tuomaan esiin ristiriitatilanteita, joita liittyy johdannaisten verotukseen elinkeinoverolaissa. Luvussa myös nostetaan esiin kuinka elinkeinoverolaki toimii yhteistoiminnassa muiden lakien ja asetusten kanssa.

Työn viimeinen luku toimii työn kokoavana yhteenvetona, jossa esitellään tutkielman johtopäätelmiä. Luvussa pohditaan lain laadun merkitystä lainkäyttäjien näkökulmasta. Luvun loppupuolella vielä pohditaan mahdollisia uusia tutkimuskysymyksiä aiheesta lii-
ketaloustieteellisen ja oikeustieteellisen tutkimuksen osalta.

2 KANSAINVÄLINEN YRITYSTOIMINTA JA VALUUTAKURSSIRISKI

2.1 Yritystoimintaan liittyvien riskien luonteita

Yrityksen taloudellinen päämäärä voidaan kiteyttää yrityksen varallisuuden maksimointiin, joka heijastuu yrityksen omistajille heidän yrityksensä arvon lisääntymisenä (Myddelton 2000, 1). Taloudellisen päämäärän saavuttaminen voi paikoin osoittautua haasteelliseksi, sillä yrityksen toimintaan liittyy jatkuva epävarmuus. Epävarmuutta pyritään hallitsemaan riskinhallinnan avulla. Riskienhallinta käsitteenä sisältää monia eri riskejä ja riskinhallintaan liittyviä menetelmiä. (Ahjos 1994, 4.) Riskienhallintaa on perinteisesti tarkasteltu varsin suppeasta näkökulmasta, jolloin riskienhallintaan liitetään vakuutettaviin riskeihin, markkinariskeihin ja ajankohtaisiin riskeihin, kuten ympäristöriskeihin ja tietoturvariskeihin varautuminen. Monelle yritykselle tilanteen täysimittainen hallinta voi olla todellinen haaste, eikä henkisiä resursseja aina riitä riskien laajempiin tarkasteluihin. (Erola & Luoto 2000, 7.) Riskienhallinnan taito on tunnistaa ja ymmärtää organisaatioon liittyvät riskit ja vastata niihin asianmukaisella tavalla. Riskienhallinta voidaan nähdä muodollisena prosessina, joka mahdollistaa riskien tunnistamisen, arvioinnin, suunnittelun ja hallinnan. (Merna & Al Thani 2008, 2.)

Yritystoimintaan liittyviä riskejä voidaan ryhmitellä eri perusteilla riskin luonteen mukaan. Ensiksi yritystoimintaan liittyvä riski voi muodostua yrityksen sisällä tai yrityksen ulkopuolella. Sisäiset riskit liittyvät yrityksen toimintaan. Tyypillisesti sisäisiä riskejä kuvataan jonkin valmistuksessa käytettävän laitteen riskillä rikkoutua, joka toteutuessaan muodostaisi taloudellisia menetyksiä. Sisäiset riskit voivat liittyä myös yrityksen toimintamalleihin, kuten valittuihin strategioihin valuuttakurssiriskin hallinnan osalta. Ulkoisten riskien muodostuminen liittyy yrityksen toimintaan osana yhteisöä. Ulkoinen riski tapahtuu siis yrityksestä riippumatta muiden toiminnan seurauksena. Ulkoinen riski voi olla esimerkiksi yllättävä tapahtuma kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla. (Erola & Luoto 2000, 26–27.)

Toisena ryhmittelynä voi olla riskin jaottelu tietoiseen tai tiedostamattomaan riskiin, sen perusteella onko riskinottaminen tapahtunut tarkoituksella vai tarkoituksetta. Johdannaisien käytössä saatetaan ottaa tarkoituksella riskiä oman näkemyksen perusteella tulevasta kehityksestä. Tällöin puhutaan usein spekulatiivisesta kaupankäynnistä. (Chew 2008, 7.) Tiedostamatonta riskinottamista on hyödyntää johdannaisia ilman että tiedostaa johdannaisien hyödyntämiseen liittyviä kaikkia vaikutuksia yrityksen tuloksen muodostukseen (Erola & Luoto 2000, 28).

Kolmanneksi riski voidaan ryhmitellä niiden vaikutustavan mukaisesti välilliseen ja välittömään. Välitön riski on yleensä helppo määritellä, mikäli riski on otettu tietoisesti.

Riski voi toteutua heti sen ottamisen jälkeen tai se toteutua niin kauan kuin tehdään jokin toimenpide, joka estää riskin toteutumisen. Välitön riski tapahtuu esimerkiksi, jos yritys tekee hankinnan vieraan valuutan alueelta ja sopimuksen tekopäivän ja maksupäivän välillä on mahdollisuus valuuttakurssien muutoksille. (Eiteman ym. 2007, 253.) Välilliselle riskille on tyypillistä, että se tapahtuu jonkin toiminnan tai tapahtuman seurauksena, eikä sen muodostumistapaa välttämättä täysin ymmärretä. Välillinen riski voi toteutua heti sen muodostuttua tai vasta myöhemmin jonkin ajan kuluttua. Välillisen riskin haasteellisuus liittyy sen hankalaan tiedostettavuuteen. Tosin hyvän riskinhallinnan omaavissa yrityksissä ymmärretään myös eri tapahtumien muodostamat välilliset riskit, joten täysin tiedostamattomana riskinä välillistä riskiä ei voida näin ollen pitää. (Erola & Luoto 2000, 29.)

2.2 Kansainvälisen toiminnan erityispiirteet ja yrityksen riskien hallinnan kehittyminen

Taloudelliset arvot, joita mitataan voittoina, rahavirtoina, osakkeen arvon kehityksenä ja strategisina tavoitteina, ovat keskeisiä yritystoimintaan liitettäviä arvoja. Käynnissä oleva ja laajentuva keskustelu kansainvälisyydestä on kääntänyt huomiota taloudellisessa keskustelussa kohti kansainvälisesti toimivia yrityksiä. (Choi & Click 2006, 3.)

Yrityksen toimiminen kotimaansa rajojen ulkopuolella muokkaa yritykseen kohdistuvia riskejä ja asettaa uusia haasteita yrityksen riskienhallinnalle. Toimintaympäristön kompleksisuus ja eri maihin yltävä yritystoiminnot muokkaavat yrityksen riskiprofilia saaden sijoittajat vaatimaan yritykseltä korkeampaa sijoitetun pääoman tuottoa sijoittamalleen pääomalle. (Choi & Click 2006, 3.) Yrityksen toimiessa kansainvälisessä ympäristössä yrityksen johdon on ymmärrettävä jokaisen toimintamaansa kulttuurilliset, historialliset ja institutionaaliset erityispiirteet. Vieraassa valtiossa lait, asetukset ja ohjeistukset eroavat kotimaisista, näillä eroavaisuuksilla on vaikutusta yrityksen toimintaan ja johtamiseen. Kansainväliset eri valuutoissa olevat rahavirrat muodostavat valuuttakurssiriskiä, joita yritys ei kohtaa samassa määrin toimiessaan yhden valuutan markkinoilla. (Eiteman ym. 2007, 2–3.)

Kansainvälisen toiminnan ja eri valuutoissa olevien rahavirtojen myötä riskinhallintaan usein tulee mukaan kansainväliseen toimintaan läheisesti liittyviä rahoitusinstrumentteja, kuten valuuttamääräiset optiot ja futuurit sekä korko- ja valuutanvaihtosopimukset. Pelkästään kotimaisilla markkinoilla toimivilla yrityksillä vastaavien rahoitusinstrumenttien käyttäminen on vähäisempää, koska niihin ei kohdistu samassa määrin valuuttakurssisiin liittyvää riskiä kuin kansainvälisesti toimivilla yrityksillä. (Eiteman ym. 2007, 3.)

Yritysten valmiudet käsitellä korkoihin ja valuuttoihin liittyviä riskejä ovat kehittyneet viimeisten vuosikymmenten aikana. Vielä 1980- ja 1990-luvuilla useimmilla yrityksillä oli riskihallintapääällikkö, jonka päätehtävänä oli lähinnä valvoa yrityksen riskinhallintaa hankkimalla yritykselle sopivat vakuutukset. Johdannaistuotteiden yleistymisen myötä yritysten riskinhallinnasta vastaavat talousjohtajat ovat perehtyneet yrityksensä suojaamiseen korko- ja valuuttakurssiriskiltä johdannaisten avulla. Johdannaisten käytön yleistyttyä valuuttakurssiriskin hallintaan liittyvät menetelmät alkoivat kehittymään. (Chew 2008, 7.)

Tavallisena strategiana on ollut alkujaan hyödyntää johdannaisia vain valikoiden hyväksi omien näkemysten ja ennusteiden pohjalta. Käytännössä tämä tarkoitti valuuttakurssiriskiltä suojautumista vain osittain. (Chew 2008, 7.) Valuuttasuojausmenetelmien kehittymisen myötä suojaamisesta on tullut tehokkaampaa, jolloin suojaus on paremmin kattanut valuuttakurssiriskin (Froot ym. 1993, 1629–1630). Päämääränä valuuttasuojauksella on tasoittaa yrityksen tuloksen vaihtelua eri vuosien välillä (Smith & Stulz 1985, 392). Vakaan tuloksen omaavan yrityksen arvostuksen on osoitettu olevan korkeampi sijoittajien keskuudessa kuin yrityksellä, jonka tulos vaihtelee voimakkaasti eri vuosien välillä. (Chew 2008, 7; Allayannis & Weston 2001, 273–274.)

2.3 Riskin käsitteen määrittely

Riski käsitteenä sisältää aina negatiivisen lopputuleman mahdollisuuden ja siihen liittyvän todennäköisyyden. Riski muodostuu kolmesta eri elementistä: riskistä, riskin todennäköisyydestä ja riskin hyväksyttävyydestä. (Kaplan & Gerrick 1981, 11–12.) Riskien ominaispiirteisiin voidaan liittää satunnaisuus ja sattumanvaraisuus, mutta ei välttämättä aina ennalta-arvaamattomuutta (Erola & Luoto 2000, 23). Riskin todennäköisyyttä voidaan kuvata vahinkojen painotetulla keskiarvolla eli odotusarvolla, missä painoina ovat kunkin suuruisen epäedullisen tapahtuman todennäköisyydet. (Ahjos 1994, 6).

Danthine ja Donaldson (2005, 3–6) kuvaavat teoreettisesti riskiä osana rahoitusjärjestelmän ulottuvuuksia. Rahoitusjärjestelmä muodostuu instituutiosta ja muista toimijoista, jotka myyvät ja ostavat hyödykkeitä rahoitusmarkkinoilla. Hyödyke voi olla esimerkiksi valuutta tai siitä johdettu johdannainen. Rahoitusjärjestelmä sisältää kaksi eri ulottuvuutta – aika ja riski. Ajan ulottuvuutta tarvitaan, koska tulot ja menot ajoittuvat ajallisesti eri ajankohtiin muodostaen tilanteita, jossa tulot ylittävät menot ja toisin päin. Tilanteessa, jossa yksilön tulot ja menot eivät ole tasapainossa tiettyä ajankohtana muodostavat tarpeen rahoitusmarkkinoille. Rahoitusmarkkinoilta haetaan tuottoja ylimääräiselle tulolle tai toisaalta pyritään lainaamaan tulot ylittäviä menoja varten. Koska tulevaisuuteen liittyy aina epävarmuutta, on riski toinen rahoitusmarkkinoihin liittyvä ulottuvuus ajan

rinnalla. Aika ja riski ovat rahoitusmarkkinoilla erottamattomat. (Danthine & Donaldson 2005, 3–6.)

Ajan ja riskin määrittelyn kautta rahoitusmarkkinoilla muodostuu korvaus, jolla ylimääräistä pääomaa omaava toimija on valmis lainaamaan pääomia tarvitsevalle toimijalle, jolloin riskille saadaan rahallinen arvo (Danthine & Donaldson 2005, 3–6). Johdannaisten kohdalla tämä riskin rahallinen arvo on johdannaisesta maksettava preemio (Niskanen & Niskanen 2000, 399–400).

2.4 Valuuttakurssiriski osana markkinariskiä

Yrityksen toimiessa se kohtaa riskejä useista eri lähteistä. Riskien tunnistamisen ja analysoinnin kautta yritys pystyy reagoimaan riskeihin oikealla tavalla (Merna & Al Thani 2008, 15). Riskeiltä suojautuminen auttaa yritystä pienentämään siihen kohdistuvia konkurssikustannuksia, mikäli riski on niin merkittävä, että sen toteutuessa koko yritys ajautuisi konkurssiin. Suojautuminen myös kiinnittää johdon huomion asioihin, johon he voivat vaikuttaa. (Knüpfen & Puttonen 2018, 218–219.)

Yritystoimintaan liittyvät riskit voidaan luokitella vahinko-, operatiivisiin ja taloudellisiin riskeihin. Vahinkoriskeillä tarkoitetaan yksipuolista riskiä, joka voi realisoitua tulipalona tai murtona yritykseen. Vahinkoriskejä vastaan yritys voi suojautua tavallisten vahinkovakuutusten avulla. Operatiivisilla riskeillä puolestaan tarkoitetaan riskejä, jotka voivat toteutua yrityksen järjestelmissä, toimintatavoissa tai valvontamenetelmissä olevien puutteiden takia. Esimerkiksi maineenmenetys puutteellisen tai paheksuttavuutta heikentävän toiminnan seurauksena luetaan osaksi operatiivista riskiä. (Knüpfen & Puttonen 2018, 218–219.)

Toisin kuin vahinko- tai operatiiviset riskit, taloudelliset riskit, joita muodostuu taloudellisten toimien seurauksena, sisältävät tappion mahdollisuuden lisäksi myös voiton mahdollisuuden. Taloudellista riskiä voidaankin kuvata kaksipuoleisena riskinä. Esimerkiksi valuuttojen ja korkojen kehitys voi olla yrityksen kannalta sekä edullista että haitallista. Taloudelliset riskit voidaan edelleen jakaa rahoitusriskeihin ja perusliiketoiminnan riskeihin. Perusliiketoimintaan liittyvät riskit sisältävät kysynnän ja tarjonnan muutoksista aiheutuvat riskitekijät. Rahoitusriskit voidaan puolestaan edelleen jakaa maksuvalmius-, luotto- markkinariskeihin. (Knüpfen & Puttonen 2018, 218–219.)

Valuuttakurssiriski on osa markkinariskiä. Jauri (1997, 90–94) jaottelee markkinoihin liittyvät riskit seuraavasti; hyödyke-, korko-, valuuttakurssi- ja taloudellinen riski. Hyödykeriski sisältää julkisessa kaupankäynnissä noteerattujen raaka-ainetermiinien hintojen vaihtelua. Huolimatta julkisesta kaupankäynnistä finanssimarkkinoilla, raaka-aineiden, ja niistä johdettujen termiinien, hintojen muodostumiseen vaikuttaa todellinen kysyntä fyysiseen hyödykkeeseen, jolloin hinnan muodostukseen vaikuttaa hyödykkeen ali- ja

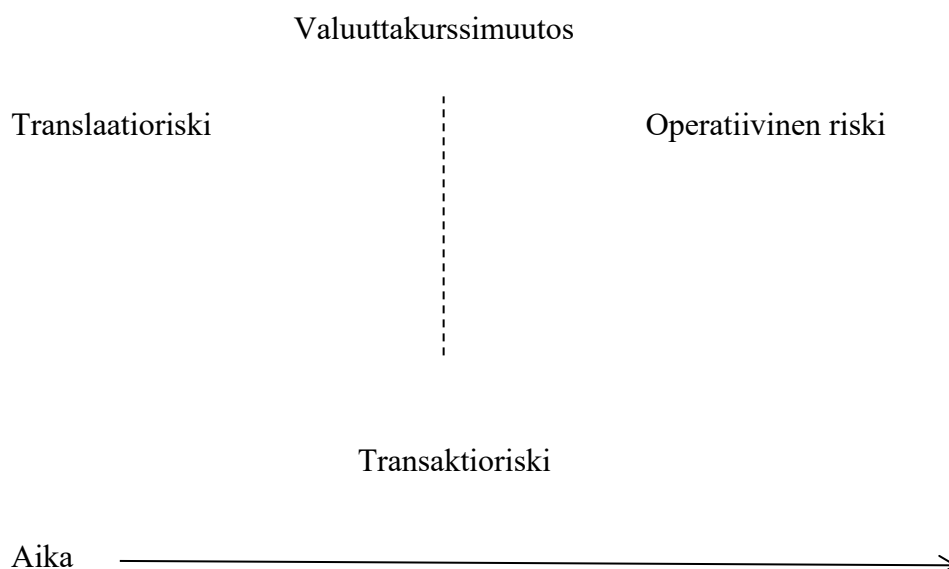
ylitarjontatilanteet sekä varastointikustannukset. Raaka-ainetermiinien hinnan kehitys ei siis perustu samalla tavalla puhtaasti korkotekijään ja taloudellisen kehityksen odotuksiin, kuin valuutta- ja korkotermiineillä. Taloudellinen riski puolestaan kattaa kaikki yrityksen liiketoimintariskit. Taloudellinen riski ilmenee esimerkiksi tuotteiden hintasuhteiden muutoksina, jolla voi olla merkitystä tuotantomenetelmien tai komponenttien keskinäiseen edullisuuteen ja sitä kautta yrityksen taloudellisen menestymiseen. Hintasuhteiden muuttuessa uusi valmistustekniikka voi korvata edullisuudessa vanhan, jolloin kilpailuasetelma markkinoilla muuttuu. (Jauri 1997, 90–94.)

2.5 Valuuttakurssimuutosten vaikutus yritykseen

Toimiminen vieraan valuutan alueella muodostaa yritykselle valuuttakurssiriskejä. Vapaamman kansainvälisen kilpailun myötä myös sellainen yritys, joka ei toimi vieraan valuutan alueella vaan puhtaasti omalla kotimarkkinallaan, altistuu valuuttakurssiriskille kansainvälisen kilpailun myötä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 219–220.) Tehokas valuuttakurssiriskin hallinta vaatii yritystä omaksumaan uudenlaisen strategisen lähestymistavan markkinoilla (Bradley & Moles 2002, 28).

Useat yritykset tiedostavat valuuttakurssien muutosten muodostaman riskin merkityksen, mutta valuuttakurssiriskin täydellinen tunnistaminen ja hallitseminen on kuitenkin haasteellista. Tähän on syynä, että valuuttakursseihin liittyvät riskitekijät eivät ole vain rahoitustoimintoihin liittyviä vaan läpi organisaation vaikuttavia, jotka on huomioitava useissa eri tilanteissa, kuten hinnoittelupäätöksissä, investoinneissa, ostojen ja myyntien kohdentamisissa eri valuutta-alueille ja budjeteissa. (Knüpfer & Puttonen 2018, 219–220.) Valuuttakurssien muutoksilla on vaikutusta yrityksen kannattavuuteen, kassavirtoihin, markkina-arvoon ja yrityksen asemaan markkinoilla. (Eiteman ym. 2007, 253). Odottamattomat muutokset valuuttakurssissa voivat vaikuttaa muun muassa yrityksen kykyyn toimia ulkomailla, kasvattaa ulkomailta saatavien raaka-aineiden kustannuksia ja muuttaa yrityksen kilpailukykyä koti- tai ulkomailla (Bradley & Moles 2002, 28).

Valuuttakurssiriski on käytännössä hyvin moniulotteinen valuuttamarkkinoista muodostuva riskitekijä yritykselle (Knüpfer & Puttonen 2018, 220). Valuuttakurssiriski jaetaan yleensä pienempiin osiin – transaktio-, -operatiiviseen ja translaatoriskiin (Eiteman ym. 2007, 253–254) – riskien kuvailemiseksi ja riskienhallinnan helpottamiseksi. (Knüpfer & Puttonen 2018, 220.)



Kuvio 1 Valuuttakurssimuutoksista aiheutuvien riskien luokittelu (ks. esim. Eitman ym. 2007, 254.)

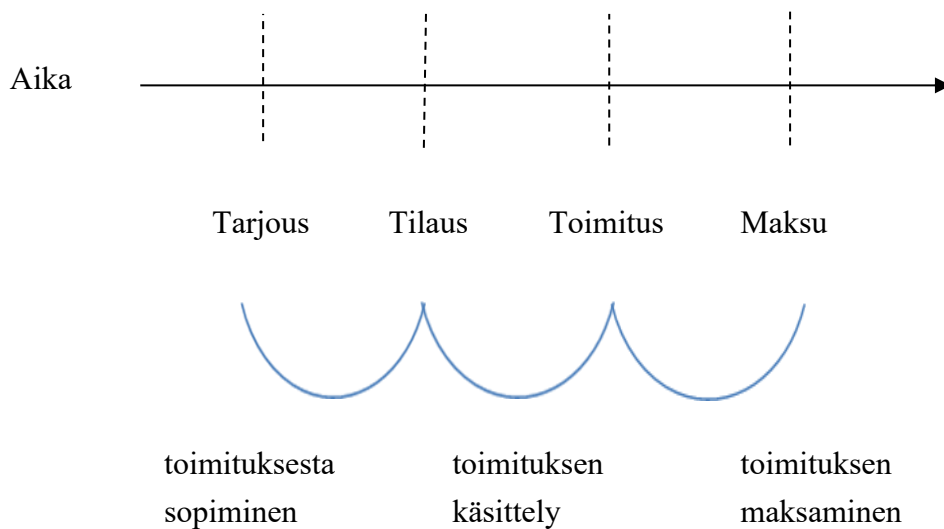
Kuvion 1 perusteella voidaan nähdä kuinka transaktioriski, operatiivinen riski ja translaatoriski sijoittuvat ajallisesti suhteessa valuuttakurssimuutokseen. Keskeinen ero transaktioriskin, operatiivisen riskin ja translaatoriskin välillä on niiden muodostumisessa suhteessa valuuttakurssimuutokseen. Transaktioriski muodostuu yrityksen sopiessa jostakin taloudellisesta velvoitteesta, jonka jälkeen sopimuksen taloudellinen hyöty yritykselle voi muuttua valuuttakurssien muutosten seurauksena. (Knüpfer & Puttonen 2018, 220; Eitman ym. 2007, 253–254.) Operatiivinen riski puolestaan vaikuttaa ennakolta yrityksen mahdollisiin tuleviin sopimuksiin, parantaen tai heikentäen yrityksen kilpailuasemaa markkinoilla (Bradley & Moles 2002, 28–30). Translaatoriskin eli kirjanpidollisten valuuttamuunnosten seurauksena muodostuva riski eroaa kahdesta ensimmäisestä riskistä, sillä translaatoriskillä ei ole ollenkaan vaikutusta yrityksen rahavirtoihin. Translaatoriski muodostuu tarpeesta muuntaa tytäryrityksen kirjanpidolliset arvot emoyhtiössä käytössä olevalle kirjanpitovaluutalle tuloksen raportoinnin yhteydessä. Valuuttakurssiriski vaikuttaa translaatoriskissä toteutuneisiin taloudellisiin toimenpiteisiin siis jälkikäteen. (Knüpfer & Puttonen 2018, 220; Eitman ym. 2007, 253–254.)

2.5.1 Transaktioriskin määrittely

Transaktioriskillä tarkoitetaan valuuttakurssimuutoksesta johtuvaa taloudellisten velvoitteiden arvon vaihtelua. Yrityksillä, jotka toimivat kansainvälisesti, voi olla huomattavia sopimus pohjaisia velvoitteita tai saamia vieraassa valuutassa, joista on sovittu tietyn

valuuttakurssin aikana. Valuuttakurssien muuttumisten seurauksena näiden sopimusten rahamääräinen arvo yrityksen kirjanpitovaluutassa voi kasvaa tai laskea. (Ware ym. 1988, 293–295.)

Eiteman ym. (2007, 258) luettelee neljä eri esimerkkitilannetta, jotka aiheuttavat yritykselle transaktioaltistumista. 1) Transaktioaltistumista aiheutuu yritykselle tavaroiden tai palveluiden myynnin tai ostojen seurauksena, mikäli hinnat on määritelty ulkomaan valuutassa. Riski voi muodostua huomattavaksi sopimuksen rahallisen arvon kasvaessa ja ajallisen pituuden lisääntyessä. 2) Ulkomaanvaluuttamääräisen velan ottamisen ja takaisin maksun myötä. Kansainvälisillä finanssimarkkinoilla voi syntyä tilanteita, että ennusteiden mukaan yrityksen on kannattavampaa ottaa lainaa vieraassa valuutassa kuin omassa kirjanpitovaluutassaan. Tämä kuitenkin altistaa yrityksen transaktioriskille. 3) Transaktioriskiä muodostuu myös yrityksen ollessa osallisena vielä selvittämättömässä valuuttatermiinisopimuksessa. Sopimuksessa yritys sitoutuu vaihtamaan valuuttaa tiettyinä päivinä tiettyyn valuuttakurssiin. Todellinen kurssi ja ennustettu kurssi, jonka perusteella yritys on sopinut termiinisopimuksen, voivat kuitenkin erota huomattavasti valuutanvaihtopäivänä. 4) Yritys voi myös muuten altistua transaktioriskille hankittuaan varoja tai saatuaan taloudellisia vastuita, kuten yhteisöosakkoja, vieraissa valuutoissa. (Eiteman ym. 2007, 116–117.)



Kuvio 2 Transaktioriskin muodostuminen (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 258.)

Tyypillinen tilanne, jossa transaktioriskiä muodostuu yritykselle, on hyödykkeiden tai palveluiden myyminen tai ostaminen vieraan valuutan alueelta. Kuvion perusteella voidaan havaita käytännön esimerkin avulla transaktioriskin muodostumisen eri vaiheet yrityksen myydessä tuotteitaan tai palveluitaan vieraan valuutan alueelle. Transaktioriskin muodostuminen voidaan jakaa kolmeen eri vaiheeseen; toimituksen sopiminen, toimituksen käsittely ja toimituksen maksaminen. Transaktioriskiä alkaa muodostumaan myyjän

ja ostajan sopiessa tuotteen tai palvelun toimittamisesta. On huomattava, että toimitusketjun alkuvaiheessa tavarantoimittajan tai palveluntoimittajan kohdistuva transaktioriski on epävarmaa, sillä tavallisemmin tarjous ei vielä sido tarjouksen saanutta. Ostajan vahvistettua tilauksen transaktioriski muuttuu myyjän kohdalla mahdollisesta riskistä todelliseksi riskiksi. Tilauksesta alkavaa vaihetta voidaan kutsua tilauksen käsittelyn vaiheeksi. Tilauksen käsittelyn vaihe päättyy, kun tuote tai palvelu toimitetaan tilauksen tekijälle ja myyjä alkaa laskuttamaan ostajaa. Laskun ollessa ostajan kirjanpitovaluutassa, transaktioriski myyjän kohdalta päättyy, kun ostaja maksaa laskun ja myyjä vaihtaa saamansa suorituksen omalle kirjanpitovaluutalleen. (Eiteman ym. 2007, 258.)

2.5.2 *Operatiivisen riskin määrittely*

Operatiivinen riski on saanut tieteellisessä tutkimuksessa useita nimiä. Operatiivista riskiä on kuvattu usein myös ekonomisena riskinä. (Ware ym. 1988, 302.) Operatiivisella riskillä tarkoitetaan yrityksen kilpailuaseman muutosta suhteessa kilpailijoihin valuuttakurssimuutoksen seurauksena (Eiteman ym. 2007, 253).

Operatiivinen riskille altistuminen vaikuttaa yritykseen sekä suorilla että epäsuorilla tavoilla. Suoria muutoksia ovat operatiivisten rahavirtojen vaihtelut. Valuuttakurssien muutokset vaikuttavat suoraan yrityksen vieraassa valuutassa oleviin tuloihin ja menoihin. Nämä muutokset on helppo havaita ja hallita, varsinkin lyhyemmällä ajanjaksoilla. Epäsuoria vaikutuksia, joita ovat muutokset yrityksen kilpailuasemaan markkinalla, on kuitenkin hankalampi hallita. (Bradley & Moles 2002, 29.)

Kilpailuasetelma markkinalla muuttuu, koska markkinoilla tapahtuva kotimaan valuutan arvon vahvistuminen suhteessa muiden maiden valuuttoihin vaikuttaa kotimaisiin ja ulkomailta toimiviin yrityksiin eri tavalla. Yrityksen kotimaassa tapahtuva valuutan arvon vahvistuminen lisää yritykseen kohdistuvaa kilpailua. Valuuttakurssimuutosten seurauksena ulkomailta toimiva yritys pystyy tarjoamaan tuotteitaan tai palveluitaan sille vieraassa valuutassa halvemmalla, tämä heikentää suoraan kotimarkkinoillaan toimivan yrityksen kilpailuasemaa. Kilpailuaseman muutoksen myötä kotimarkkinoillaan toimivan yrityksen yksikkökohtainen myyntimäärä todennäköisesti laskee heikentäen samalla sen operatiivista rahavirtaa. (Eiteman ym. 2007, 110, 253.)

Operatiivista riskiä hallitessaan yritys joutuu pohtimaan – toisin kuin translaatoriskiltä suojautuessaan, sekä toimintoihin liittyviä strategisia valintoja että rahoitukseen liittyviä suojautumismekanismeja. Tämä johtuu siitä, että yrityksen altistuminen operatiiviselle riskille on luonteeltaan pitkäkestoisempaa kuin transaktioriskille altistuminen. Riskin pitkäkestoisuuden seurauksena rahoitusinstrumenttien avulla hankittava suojaus on yleensä rajallinen. Valuuttakurssien muutosten seurauksena tapahtunut kilpailuaseman

puolustaminen pelkästään rahoitusinstrumenttien avulla on myös haasteellista. (Ware ym. 1988, 291–302; Bradley & Moles 2002, 29.)

2.5.3 *Translaatoriskin määrittely*

Translaatoriskiä aiheutuu tarpeesta muuttaa tytäryhtiön vieraassa valuutassa olevat kirjanpidolliset arvot emoyhtiössä käytössä olevalle kirjanpitovaluutan arvoille (Nazarboland 2003, 120). Kirjanpidossa translaatoriski ilmenee esimerkiksi konsernien oman pääoman muuntoeroina (Knüpfer & Puttonen 2018, 220). Vaikka keskeisin syy translaatoriskille on yhtenäisen tilinpäätöksen esittäminen konsernitasolla, tehdään yrityksessä valuuttamuunnoksia myös yrityksen sisäisen laskennan tarpeita varten, kun arvioidaan vieraan valuutan alueella toimivan tytäryrityksen taloudellista menestystä ja ohjataan tämän toimintaa (Eiteman ym. 2007, 335).

Kiistelyä liiketaloustieteellisessä keskustelussa on aiheuttanut, pitäisikö yrityksen yli-päättään huomioida translaatoriskiä ja suojautua siltä. Syynä tähän on, että translaatoriski ei aiheuta todellisia menetyksiä vaan pelkästään kirjanpidollisia tase- ja rahavirtojen arvojen vaihtelua. (Hagelin 2003, 56; Nazarboland 2003, 119.) Koska kyseessä on kirjanpidolliset arvon muutokset, ei translaatoriskin toteutumisella ole merkittäviä suoria vaikutuksia yrityksen todellisiin rahavirtoihin. Tämän vuoksi suojautumista translaatoriskiä kohtaan ei nähdä todellista omistaja-arvoa lisäävänä tekijänä. Sen sijaan suojautuminen aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia yritykselle ja voi aiheuttaa veroseuraamuksia suojautumiseen käytettyjen instrumenttien tuottojen myötä. (Hagelin 2003, 56.)

Translaatoriskin määrään vaikuttaa oleellisesti kirjanpitokäytännöt ja asetukset, jotka ohjaavat kuinka muuntaminen vieraalta valuutalta emoyhtiön kirjanpitovaluutalle tehdään kirjanpidossa ja tilinpäätöksissä (Nazarboland 2003, 124–125). Valuuttamuunnosten tekemisen periaatteet vaihtelevat eri maiden kirjanpitolainsäädäntöjen kesken ja ovat yleensä monimutkainen kompromissi historiallisten ja nykyisten valuuttakurssien välillä. Yritykset eivät voi täysin vapaasti päättää toteutettavaa muuntometodia. Lainsäädäntöjen kautta säännellään muun muassa käytetäänkö historiaan pohjautuvia vai nykyisiä valuuttakursseja kirjanpitoerien muuntamisessa, kuinka yrityksen tytäryhtiön itsenäisyys määritellään ja mikä valuutta on tytäryrityksen operaatioiden kannalta tärkein käytössä oleva valuutta. (Eiteman ym. 2007, 336.)

3 KANSAINVÄLISET VALUUTTAMARKKINAT JA VALUUT- TAKURSSIEN ENNAKOIMINEN

3.1 Kansainväliset valuuttamarkkinat ja valuuttakursseihin vaikuttavat tekijät

Globaali kasvaminen on toiminnan kannalta keskeistä monille suuryrityksille. Yrityksessä taloudellisia päätöksiä tekevien on ymmärrettävä valuuttakurssimuutosten vaikutukset yrityksen tulokseen ja strategiaan päätöksiin. (O'Brien 2013, 1.) Kansainvälisen kaupan lisääntyä yrityksillä on yhä enemmän saamisista ja velkoja kotimarkkinoiden ulkopuolelta vieraalta markkinalta. Tällöin syntyy myös tilanteita, jolloin saamiset ovat muussa kuin yrityksellä käytössä olevassa kotivaluutassa. (Wang 2005, 31.)

Valuuttakurssien määräytymiseen vaikuttaa suuresti millainen valuuttakurssijärjestelmä maassa on käytössä. Maailmalla käytössä olevat valuuttakurssijärjestelmät voidaan luokitella kelluviin ja kytkettyihin valuuttakursseihin. (Eiteman ym. 2007, 45–46; Shambaugh, 2004, 316.) Vapaasti kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla arvoaan vaihtava valuutta on käytössä esimerkiksi Ruotsissa ja Yhdysvalloissa. Maailmalla suurin osa maiden valuutoista on kuitenkin osa kytkettyä valuuttajärjestelmää. (Eiteman ym. 2007, 45–46.) Käytännössä valuuttakurssi voi olla kytketty yksittäiseen valuuttaan kuten Yhdysvaltojen dollariin tai johonkin usean eri valuutan muodostamaan valuuttakoriin. Vaihtuvien valuuttakurssien valuuttajärjestelmissä valuuttakurssin muodostuvat markkinoilla kysynnän ja tarjonnan perusteella. Kysyntään ja tarjontaan vaikuttavat useat eri tekijät yhteisvaikutuksessa. Erilaisia valuuttakurssien määräytymistä kuvaavia teorioita ovat ostovoimapariteetti, Fisher-efekti, kansainvälinen Fisher-efekti, korko- ja valuuttapariteetteihin liittyvät teoriat. (Niskanen & Niskanen 2000, 400).

Kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla kytketyt valuutat ovat usein vakaampia kuin kelluvat valuutat lyhyellä aikavälillä tarkasteltuna. Vakauden myötä yritykseen kohdistuva riski valuuttakurssien muutoksista vähenee (Eiteman ym. 2007, 45–46). Kytkettyjen valuuttojen ongelmaksi voi muodostua valuuttaliitoksen pitävyys poliittisissa ja taloudellisissa kriiseissä. Kriisien kärjistyessä valuuttaliitos voi purkautua ja aiheuttaa merkittäviä taloudellisia seurauksia. (Kaminsky 2006, 503–527.)

Keskeinen ongelma, joka on nähty liittyvän valuuttaliitoksiin, on valuutta kytköksessä olevan pienemmän maan keskuspankin autonomian väheneminen, jolloin keskuspankin mahdollisuus suojata maata taloudellisilta kriiseiltä heikkenee (Shambaugh, 2004, 343–344). Esimerkkinä tästä on Argentiinan valuuttakriisi. Vuonna 1991 Argentiina siirtyi kytketyn valuutan järjestelmään, liittäen Argentiinan peson Yhdysvaltojen dollariin. Kytkentä tarkoitti, että Argentiinan pankkijärjestelmän vakauden takaamiseksi Argentiinan keskuspankilla piti olla jokaista myönnettyä pesoa kohden tarpeellinen määrä kultaa tai

Yhdysvaltojen dollareita liitoksen luotettavuuden takaamiseksi. Liitoksen myötä Argentiina tuli riippuvaiseksi maan kyvystä saada maahan tarpeellinen määrä Yhdysvaltojen dollareita kansainvälisen kaupan tai kansainvälisten sijoitusten kautta. Vasta maahan saatujen uusien dollarien myötä, Argentiinan keskuspankki pystyi myöntämään uusia pesoja. Tämä eliminoi Argentiinan keskuspankilta mahdollisuuden kasvattaa taloudessa olevien pesojen määrää omien päätösten kautta ja samalla vähensi kasvavan inflaation riskiä. Markkinoilla kuitenkin spekulointiin Argentiinan peson ja Yhdysvaltojen dollarin liitoksen pitävyydestä ja vuonna 2002 vuosia jatkuneen poliittisen ja taloudellisen epävakauden takia Argentiina joutui luopumaan peson ja dollarin välisestä liitoksesta. Liitoksen purkautumisen myötä peso heikkeni dollaria vastaan noin 40 prosenttia muutamassa päivässä aiheuttaen pankkien sulkemisia mellakoita kaduille ja merkittäviä menetyksiä yrityksille. (Eiteman ym. 2007, 47–48; Kaminsky 2006, 503–527.)

Taloudellisten tilanteiden muutokset vaikuttavat valuuttojen arvoihin. Valuuttakurssimuutosten seurauksena myös yritysten saamisten ja velkojen arvot vaihtelevat. Valuuttakurssien muutoksia kuvataan valuuttaparien kautta, kuten €/\$. Valuuttaparien kautta voidaan tulkita kunkin valuutan suhteellinen arvo ja niiden kehittyminen suhteessa muihin valuuttoihin. Valuuttojen arvoihin voi liittyä arbitraasitilanteita, joita valuuttasijoittajat ja kansainvälisillä markkinoilla toimivat yritykset pyrkivät hyödyntämään. Arbitraasitilanteella tarkoitetaan eri markkinoilla välillä ilmeneviä tilanteita, jossa kahden täysin vastaavan hyödykkeen arvo eroaa markkinoiden välillä. Käytännössä hyödykkeen halvemmalta markkinalta ostava voi tehdä voittoa ilman riskiä myymällä hyödykkeen saman tien toisella markkinalla, jossa hyödykkeen arvo on korkeampi. (Wang 2005, 31–33.)

Eitemanin ym. (2007, 142) mukaan valuuttakursseihin vaikuttaa useita eri taustatekijöitä, jotka muodostavat kolme erilaista kokonaisuutta. Eiteman ym. kutsuvat näitä valuuttapariteettiin, pääomamarkkinoihin ja maksutaseeseen liittyviksi taustatekijöiksi. Valuuttapariteetin taustalla olevat tekijät vaikuttavat valuutan arvoon suoraan ja ovat kyöksissä valuutan arvon kehitykseen. Tällaisia tekijöitä ovat kotimarkkinoilla oleva inflaatio, valtion korkotaso, valuuttaan liittyvät termiinikurssit sekä valtion korkopariteetit verrattuna muiden valtioiden korkoihin. Valuuttapariteettiin liittyvät taustatekijät muodostavat kokonaisuuden, jolloin yhden muutos vaikuttaa myös toiseen taustatekijään (Eiteman ym. 2007, 142). Pääomamarkkinat ja maksutaseeseen kehitykseen liittyvät tekijät sen sijaan vaikuttavat valuutan arvon kehittymiseen epäsuorasti. Pääomamarkkinoiden kautta valtio hakee tarvittaessa rahoitusta toimintaansa, jolloin luoton korkotason määrittelee valtion taloudelliset näkymät, poliittinen vakaus ja yleinen pääoman tarjonta ja kysyntä pääomamarkkinoilla (Eiteman ym. 2007, 142). Pääomamarkkinoilla määritelty valtion korko puolestaan vaikuttaa valuutan arvoon. Maksutasetilaston taloudelliseen vahvuuteen puolestaan vaikuttaa se kuinka houkutteleva sijoituskohteeksi valtio on sijoittajille. Vahvat tulevaisuuden näkymät, vakaa poliittinen tilanne ja vakaa valuuttajärjestelmä saavat

yritykset investoimaan maahan. Maksutasetilaston vahvuus heijastuu myös osaltaan valuutan arvon kehitykseen. (Eiteman ym. 2007, 142.)

3.1.1 Maksutasetilasto

Samaan tapaan kuin yrityksissä on kirjanpito, jolla seurataan liiketapahtumia taloudellisen kokonaiskuvan muodostamiseksi, myös kansantalouksien välillä tapahtuvia tavara-, palvelu- ja rahavirtoja seurataan eräänlaisen kirjanpidon eli maksutasetilaston avulla. Maksutasetilaston päämääränä on helpottaa kansantalouden taloudellisen tasapainon hahmottamista. (Wang 2005, 59.) Kansainvälisessä liike-elämässä tapahtuu useanlaisia liiketoimia, jotka ovat kansalliset rajat ylittäviä. Kansalliset rajat ylittävillä liiketoimilla on vaikutusta liiketoimen vastaanottajan ja lähettäjän maan kansantalouksiin. (Eiteman ym. 2007, 68.) Kansantaloudella kuvataan yhteiskunnan talouden muodostamaa kokonaisuutta (Tilastokeskus 2018, kansantalouden tilinpito).

Kansantalouksien välillä tapahtuvia liiketoimet vaikuttavat maksutasetilaston laskentaan. Maksutase sisältää vaihto- pääoma- ja rahoitustaseen. Vaihtotase kuvaa ulkomaisten taloustoimien, kuten tavaroiden ja palveluiden ulkomaankaupan vaikutusta kansantuloon, kansantalouden säästämisen ja investointien väliseen tasapainoon. Pääomatase sisältää vain pääomansiirtoja. Rahoitustase puolestaan kuvaa vaihtotaseen alijäämän rahoitusta tai ylijäämän sijoittamista ulkomaille, ja koostuu suorien arvopaperisijoitusten, muiden sijoitusten, johdannaisten ja keskuspankin valuuttavarannon muutoksista. (Tilastokeskus 2018, maksutase).

Maksutasetilastojen tarjoama informaatio on tärkeää useille taloudellisia päätöksiä tekeville ja taloutta analysoiville, kuten talousjohtajille, sijoittajille, kuluttajille ja hallitusten virkamiehille. Maksutasetilaston kehitykseen vaikuttavaa suoraan ja välillisesti muiden tärkeiden kansantalouden kehitystä kuvaavien tekijöiden, kuten bruttokansantuotteen, työllisyyden, inflaation, korkojen ja valuutan arvon kehitys. Maksutasetilaston muutoksilla merkitystä myös siksi, että sillä usein vaikutusta valtioiden toteuttamalle raha- ja finanssipolitiikalle. (Eiteman ym. 2007, 68.) Maksutasetilaston avulla ei siis pelkästään tallenneta kansantalouksien välillä tapahtuvia liiketoimia, vaan sitä myös hyödynnetään kansainvälisten hyödyke- ja rahavirtojen ennakoinnissa, kansantalouksien asemoinnissa kansainvälisillä markkinoilla ja kansantalouksien välisten taloudellisten suhteiden hahmottamisessa. (Wang 2005, 59.)

Eiteman ym. (2007, 68) kuvaavat maksutasetilaston kehityksen seurannan merkitystä osana kansainvälisesti toimivan yrityksen taloussuunnittelua nostaen esille kolme eri vaikutusta, joita maksutasetilaston muutoksilla voi olla yritykseen. Ensiksi maksutasetilaston kautta voidaan havaita seurattavan kansantalouden taloudellinen kehitys. Kansantalouden kehityksellä on puolestaan vaikutusta kyseisen maan kansallisen valuutan arvoon.

Koska kansantalouden kehitys vaikuttaa valuutan arvoon voidaan valuutan tulevaa kehitystä ennakoida arvioimalla maksutaseen kehitystä kohde maassa. Toiseksi muutokset maksutasetilastossa ennakoivat myös kyseisessä kansantaloudessa toimivien yrityksen kehitystä. Kansantalouden vahvistuminen tyypillisesti heijastuu myös maassa toimiviin yrityksiin vahvistaen niitä taloudellisesti. Kolmanneksi maksutasetilaston avulla voidaan arvioida kansantalouden kilpailukykyä suhteessa muihin kansantalouksiin, varsinkin pitkällä aikavälillä. Kansantalous, jossa tilastojen mukaan on selkeä kauppavaje, ei yhtä todennäköisesti koe tuonnin selkeää vahvistumista tulevaisuudessa kuin kansantalous, jossa on tilastojen mukaan kauppaylijäämää. (Eiteman ym. 2007, 68.)

3.1.2 *Hyödykkeiden hinnat ja valuuttakurssi*

Valuuttakursseilla on vaikutusta maan ulkomaankaupan tasapainoon. Mikäli maan valuutta nähdään kansainvälisillä markkinoilla yliarvostetuksi muihin valuuttoihin nähden, tämän pitäisi tukea maasta ulospäin suuntautuvaa kysyntää ulkomaalaisille hyödykkeille ja samalla heikentää kotimaisten hyödykkeiden kysyntää. Tämän seurauksena maan ulkomaankaupan tasapaino muuttuu ajan myötä alijäämäiseksi, eli maa tuo enemmän hyödykkeitä kotimaahan kuin vie niitä ulkomaille. (O'Brien 2013, 46–47.)

Valuuttakurssin mahdollista yli- tai aliarvostusta voidaan analysoida erilaisien finanssiteorioiden pohjalta. Valuutan arvossa voidaan nähdä yli- tai aliarvostusta, mikäli valuutan finanssiteorioihin pohjautuva hinnoittelu eroaa markkinoilla tarjolla olevasta valuuttakurssista. Kansainvälisessä markkinaympäristössä toimivan yrityksen strategisten päätösten menestys voi riippua siitä, tunnistetaanko yrityksessä markkinoilla olevia yli- tai aliarvostustilanteita. (O'Brien 2013, 41.)

Yhden hinnan periaatteen mukaan kuljetuskustannusten ollessa samat hyödykkeellä pitäisi olla yksi yhtäläinen hinta, riippumatta siitä millä markkinalla hyödyke on myyty. Tämän periaatteen mukaan hyödyke saa kilpailuilla markkinoilla saman hinnan, mikäli siihen kohdistuvat kuljetus ja muut kustannukset eivät vaihtelee markkinoiden välillä. Mikäli nämä kaksi markkinaa sijaitsevat kahdessa eri maassa, jossa on käytössä eri valuutat, hinta voidaan ilmoittaa eri valuutoissa mutta hyödykkeen hinnan pitäisi silti olla valuuttakurssimuutoksen jälkeen sama. (Eiteman ym. 2007; 102; O'Brien 2013, 42.)

$$P^{\$} \times S = P^{\text{¥}}$$

Kaava 1 Valuuttakurssimuunnoksen kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 103.)

Kaavassa $P^{\$}$ tarkoittaa hintaa Yhdysvaltain dollareissa, $P^{\text{¥}}$ hintaa Japanin jeneissä ja S valuuttakurssia muunnettavien valuuttojen välillä ($P^{\text{¥}}/P^{\$}$). Toisin sanoen, mikäli kahden eri maan markkinat ovat tehokkaat, eikä arbitraasitilannetta ole markkinoilla, valuuttakurssi voidaan päätellä vertaamalla yhtäläisen hyödykkeen hintaa, joka on ilmoitettu paikallisissa valuutoissa. (Eiteman ym. 2007, 102–103.)

$$S = \frac{P^{\text{¥}}}{P^{\$}}$$

Kaava 2 Valuuttakurssin päättely vertaamalla paikallisia hintoja (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 103.)

Käytännössä yhden hinnan periaate harvoin toteutuu, sillä hyödykkeeseen kohdistuvat kulut, kuten kuljetuskustannukset ja verot, vaihtelevat eri markkinoiden välillä. Käytännössä markkinoiden välillä olevat kuluerot voivat olla merkittäviäkin. Valuuttakurssia analysoidessa yhden hinnan periaatteen pohjalta on siis pohdittava, eroaako markkinoilla oleva vaihtokurssi enemmän kuin voidaan selittää markkinoiden välillä olevilla kulujen eroavaisuudella. (O’Brien 2013, 43–44.)

Yhden hinnan periaatteesta johdetun ostovoimapariteettiteorian mukaan vertaamalla keskenään kahden identtisen hyödykkeen hintoja eri valuutoissa kahdella eri markkinalla, voidaan määritellä valuuttojen yli- ja aliarvostustilanteita ostovoimapariteettiteorialle pohjautuvan valuuttakurssin avulla. Ostovoimapariteetin mukaisen valuuttakurssin pitäisi vastata todellista markkinoilla olevaa valuuttakurssia, mikäli vertaillut markkinat ovat olleet tehokkaat ja yhden hinnan periaate toteutuu. Ostovoimapariteettiteorian absoluuttinen version mukaan kahden eri valuutan välisen vaihtokurssin tulisi määräytyä identtisten tuotekorien suhteellisten hintojen perusteella. (Eiteman ym. 2007, 104–105.)

Ostovoimapariteettiteorian pohjalta on kehitetty myös suhteellinen ostovoimapariteetti-teoria, joka huomioi kahden eri markkinan välillä olevan inflaatioeron vaikutuksen valuuttakursseihin. Tarkemmin kuvattuna, mikäli kahden eri valuutan välillä ei ole tarkkailun alussa inflaatioeroa ja tarkkailun päättyessä inflaatioero on 2 prosenttiyksikköä, tulisi teorian mukaan inflaatioeron heijastua valuuttojen väliseen arvoon heikentäen korkeamman inflaation maan valuutan arvoa samassa suhteessa (-2 prosenttiyksikköä). Teorian pohjautuu perustelulle, jonka mukaan maa menettää kilpailukykyään suhteessa kaupapakumppaneihinsa, mikäli sen markkinoilla oleva inflaatio on korkeampi kuin sen kaupapakumppaneilla ja valuuttakurssi pysyisi kiinteänä. Toisin sanoen, inflaation nostaessa kotimaisten tuotteiden hintoja ulkomaalaiset tuotteet muuttuvat suhteessa kotimaisiin tuotteisiin edullisemmiksi. Kilpailuasetelman muuttuminen saattaa heijastua maan makusasetilastoon vaihtotaseen alijäämänä ja samalla heikentää valuutan ulkoista arvoa suhteessa muihin valuuttoihin. (Eiteman ym. 2007, 105.)

3.1.3 *Koron ja inflaation valuuttakurssia ohjaava vaikutus*

Valuuttakurssien muutoksilla on vaikutus hyödykkeiden hinnoitteluun markkinoilla (Wang 2005, 55–56). Kansainvälisesti noteeratuilla valtioiden koroilla ja inflaatiolla on myös nähty olevan oma vaikutuksensa valuuttakurssien tulevaan kehitykseen (Fama 1975, 269–282). Viime vuosikymmeninä empiirisessä tutkimuksessa on Fisherin hypoteesin, kutsutaan myös Fisher-efektiksi, avulla selitetty lyhytaikaisten korkotasojen muutosten, inflaation ja valuuttakurssimuutosten välistä yhteyttä (Wang 2005, 55–56). Fisherin hypoteesin mukaan lyhyen aikavälin muutoksiin korkotasossa vaikuttaa ennakoitu inflaatio. On myös nähty, että pidemmällä aikavälillä inflaation määrään vaikuttaa taloudessa tapahtuva rahan määrän muutos. (Ribba 2011, 451–452.)

Fisher-efektin mukaan jokaisen maan valtion nimellinen korko vastaa todellista valtion korkoa lisättynä odotetun inflaation mukaisella kompensatiolla. Fisher-efektin kaava on:

$$i = r + \pi + r\pi$$

Kaava 3 Fisher-efektin kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 111.)

Kaavassa i on nimellinen korko, r on todellinen korko ja π on odotettu inflaatio ajanjaksolla, jonka rahat ovat lainattuna. Viimeinen osa ($r\pi$) on usein jätetty huomioimatta sen vähäisen vaikutuksen vuoksi yksinkertaistaen samalla kaavaa. Fisherin hypoteesin mukaan inflaatio- ja korkotasolla on liityntä. Fisher-efektin mukaan muutokset nimellisessä korkotasossa heijastuvat inflaatio-odotuksiin ja toisin päin. (Eiteman ym. 2007, 111–112; Tayfur ym. 2018, 205.)

Empiiristen tutkimusten mukaan Fisher-efekti pitää paikkansa yleensä lyhyen maturiteetin valtion velkatodistuksissa (Fama 1975, 282). Toisin on kuitenkin pitkän maturiteetin valtion velkatodistuksia tarkasteltaessa, joiden kohdalla Fisher-efektin linkki inflaation ja korkotason välillä heikkenee johtuen rahoitukseen liittyvien riskien kasvusta (Eiteman ym. 2007, 111–112) ja keskuspankkien ennakoiduista tai tehdyistä velkakirjaostoista johtuen. Yksityisen sektorin velkakirjojen vertailuihin vaikuttavat velkakirjojen liikkeellelaskijoiden eriarvoiset luottokelpoisuudet. (Warnock ym. 2009, 916–918; Romer 2000, 455–456). Fisher-efektiin pohjautuvia teorioita on kuitenkin kritisoitu, koska niissä ennustetaan tulevaa inflaatiota aikaisemmin toteutuneen inflaation perusteella (Eiteman ym. 2007, 111–112). Fisher-efektin virheellisyys tyypillisesti vähenee, mikäli todellinen korkotaso ja inflaatio ovat matalia (Wang 2005, 56).

Fisher-efektin liityntä valuuttakursseihin selvenee tarkasteltaessa hypoteesin laajennusta eli kansainvälistä Fisher-efektiä. Suhdetta valuuttakurssimuutoksen välillä ja

valuuttojen taustalla olevien valtioiden vertailukelpoisten nimellisten korkotasojen eroavuuden välillä kutsutaan kansainväliseksi Fisher-efektiksi. Valuuttakurssimuutoksen pitäisi hypoteesin mukaan vastata, tosin vastakkaiseen suuntaan, valtioiden korkojen välillä olevaa eroavaisuutta. (Eiteman ym. 2007, 112.) Kansainvälisen Fisher-efektin kaava on seuraava:

$$\frac{S_1 - S_2}{S_2} = i^{\$} - i^{\text{¥}}$$

Kaava 4 Kansainvälisen Fisher-efektin kaava (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 112.)

Kaavassa $i^{\$}$ ja $i^{\text{¥}}$ ovat vertailukelpoiset valtioiden korot, S on valuuttakurssi, kun valuuttakurssi on ilmaistu epäsuorana noteerauksena. Epäsuora noteeraus Yhdysvaltain dollarille on $\text{¥}/\text{\$}$. S_1 tarkoittaa valuuttakurssia tarkastelujakson alussa ja S_2 valuuttakurssia tarkastelujakson lopussa.

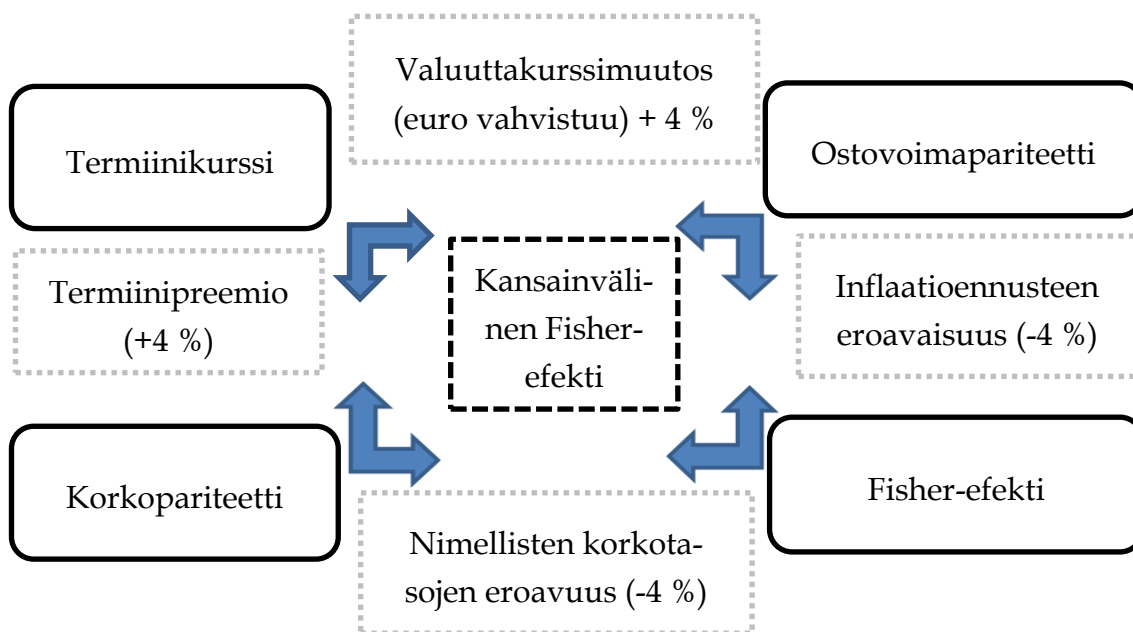
Kansainvälisen Fisher-efektin mukaan valuuttakurssien yllättävien muutosten pitää vaikuttaa sijoittajien valtion velkakirjoista saamiin korkotuottoihin. Esimerkiksi sijoittajan päättäessä ostaa 10 vuoden maturiteetilla olevaa Yhdysvaltojen valtion dollarimääräistä velkakirjaa 4 prosentin korolla sen sijaan, että ostaisi vastaavalla maturiteetilla olevaa Iso-Britannian puntamääräistä velkakirjaa 6 prosentin korolla, sijoittajan on luotettava, että dollari vahvistuu suhteessa puntaan vähintään 2 prosenttia joka vuosi seuraavan kymmenen vuoden ajan. Mikäli näin ei tapahdu, sijoittajan olisi kannattanut sijoittaa Iso-Britannian puntamääräiseen velkakirjaan. (Eiteman ym. 2007, 112.) Kansainvälisen Fisher-efektin perustelun mukaan sijoittajien rajoittamattomilla pääomamarkkinoilla pitäisi olla välittämättä siitä, onko heidän vaihtovelkakirjansa punnissa vai dollareissa, koska sijoittajilla ympäri maailmaa on samat mahdollisuudet ja tehokkailla markkinoilla kilpailu kadottaa arbitraasitilanteet nopeasti (Fama 1970, 383–417). Eitemanin ym. (2007, 112.) mukaan kansainvälisen Fisher-efektin mukaista näkemystä tukevaa empiiristä liiketaloustieteellistä tutkimusta on olemassa valtioiden korkojen ja valuuttakurssien välisestä yhteydestä. Eiteman ym. kuitenkin toteavat, että valuuttakurssisiin liittyvät riskipreemiot – jotka vaihtelevat eri valuuttojen ja eri ajankohtien välillä – ja spekulatiivinen kaupankäynti heikentävät Fisher-efektiin pohjautuvien teorioiden luotettavuutta. (Eiteman ym. 2007, 112.)

Korkojen ja valuuttakurssien välistä yhteyttä voidaan havainnoida myös valuuttatermiinien ja korkopariteettiteorian kautta. Termiinikurssisiin liittyy preemion ja diskonton-käsitteet. Jos esimerkiksi euron kolmen kuukauden valuuttatermiiniä suoralla noteerauksella Yhdysvaltojen dollaria vastaan myydään preemiolla eli toisin sanoen valuutan vaihtaminen termiinisopimuksen kautta kolmen kuukauden ajanjakson kuluttua on kalliimpaa

kuin kyseisellä hetkellä tapahtuva valuutan vaihtaminen, osoittaa tämä markkinoiden ennakoi-
van Yhdysvaltojen dollarin vahvistuvan suhteessa euroon kyseisellä ajanjaksolla.
(Niskanen & Niskanen 2000, 399–400.) Korkopariteettiteorian mukaan kahden vastaa-
vanlaisen riskin ja maturiteetin omaavien kansallisten korkopaperien korkojen eron pitää
olla yhtäläinen mutta vastakkainen kuin kyseisten maiden valuuttatermiinien preemio tai
diskontto. Korkopariteettiteorian mukaan eri maiden korkotasojen erot siis määrittelevät
maiden välisiin termiinkursseihin liittyvät preemiot ja diskontot. (Eiteman ym. 2007,
114.) Niskanen ja Niskanen (2000) kutsuvat teoriaa harhattomaksi termiinkurssiksi.
Käytännössä valuuttatermiinkurssin harhattomuudesta on ristiriitaisia empiirisiä tutki-
mustuloksia. Tutkimuksissa on havaittu, että valuuttatermiinkurssit ennustavat varsin
hyvin tulevaa valuuttakurssia lyhyellä ajanjaksolla aina kolmeen kuukauteen asti. Kui-
tenkin valuuttakursseihin vaikuttavat yllättävät tapahtumat haittaavat valuuttatermi-
nikurssien tarjoaman ennusteen luotettavuutta tuleville valuuttakursseille pitemmillä
ajanjaksoilla. (Niskanen & Niskanen 2000, 403.)

3.1.4 Hyödykkeiden hintojen, korkojen, inflaation ja valuuttakurssien välinen ta- sapaino

Hyödykkeiden hinnat, valtioiden korkotasot, inflaatio ja valuuttakurssit muodostavat nii-
hin liitettyjen finanssiteorioiden pohjalta yhtenäisen kokonaisuuden kuvaten valuuttojen
välistä kurssivaihtelua (Niskanen & Niskanen 2000, 403). Muuttujia analysoimalla voi-
daan pyrkiä ennakoimaan tulevia valuuttakurssimuutoksia ja ottamaa spekulatiivista nä-
kemystä tulevasta valuuttakurssin kehityksestä (Wang 2005, 57). Tasapainotilassa yhden
muuttujan muutos vaikuttaa toiseen vastaavalla voimalla. Toisin sanoen euron vahvistu-
minen toista valuuttaa kohden vaikuttaa myös kyseisten valuuttojen väliseen termii-
nipreemioon, nimelliseen korkotasoon ja inflaatioennusteen eroavaisuuteen (Eiteman ym.
2007, 122–123), kuten kuvion 3 tasapainotilaa kuvaavasta kuviosta voidaan havaita.



Kuvio 3 Tasapainotila taloudellisten muuttujien välillä (ks. esim. Eiteman ym. 2007, 122.)

On kuitenkin huomattava, että taloudellisten muuttujien tasapainotilaan liittyvät oletukset ovat vain teorioita ja hypoteeseja, joten niiden pätevyyden osoittaminen vaatii yhä tarkempaa empiiristä tutkimusta eri taloudellisten olosuhteiden aikana. Näin ollen emme saisi luottaa pelkästään teorioihin ja hypoteeseihin ilman huolellista ennakoanalyysiä tehdessämme taloudellisia päätöksiä. (Wang 2005, 57.)

3.2 Tulevien valuuttakurssien ennakoiminen

Valuuttakurssien ennakoiminen voi olla haasteellista, sillä valuuttojen arvonkehityksen taustalla on monimutkainen eri tekijöistä koostuva kokonaisuus (Niskanen & Niskanen 2000, 403). Valtion maksutasetilaston osoittaman tiedon avulla voidaan kuitenkin analysoida kansantalouden mennyttä kehitystä ja sitä voidaan hyödyntää tulevan kehityksen arviointiin (Wang 2005, 59). Maailmalla olevat valuuttajärjestelmät jakautuvat kytkettyihin ja vapaasti arvoaan vaihtaviin kelluviin valuuttoihin (Shambaugh, 2004, 316). Kytkeytyt valuutat ovat tyypillisesti vakaita lyhyellä aikavälillä (Eiteman ym. 2007, 45–46), mutta valuuttaliitosten kestävyys voi joutua poliittisen ja taloudellisen arvioinnin alle maan kohdatessa poliittisia- tai taloudellisia ongelmia. Valuuttakytköksen purkaminen kriisiaikana voi aiheuttaa merkittävää valuutan arvon vaihtelua lyhyellä aikavälillä, kuten Argentiinan kriisissä. (Kaminsky 2006, 503–527; Eiteman ym. 2007, 45–48.)

Pääomamarkkinoilla valtion saama lainaraha hinnoitellaan valtion poliittisen vakauden ja taloudellisten näkymien perusteella. Markkinoiden määrittelemällä valtion korkotaso on yksi valuuttapariteetin vaikuttavista tekijöistä, jotka ovat sidoksissa toisiinsa. (Niskanen & Niskanen 2000, 403.) Valuuttapariteettiin liittyvät tekijät, inflaatio, korko valuutan termiinkurssi ja valtion korkopariteetit muodostavat kokonaisuuden, jonka sisällä tekijöiden kehitys finanssiteorioiden mukaan seuraa toisiaan (Eiteman ym 2007, 122; Wang 2005, 57). Valuuttojen arvon vaihtelun luomat muutokset vaikuttavat merkittävästi kansainväliseen kauppaan muuttaen yritysten välisiä kilpailuasetelmia (Jauri 1997, 90–94), joten on ymmärrettävää, että niihin liittyy myös laajaa liiketaloustieteellistä tutkimusta.

3.2.1 *Valuuttakurssimuutosten teoreettinen viitekehys*

Liiketaloustieteellisessä valuuttakurssien käyttäytymistä koskevassa tutkimuksessa on päästy ristiriitaisiin lopputuloksiin sen suhteen, voidaanko valuuttojen tulevaa kurssikehitystä ennustaa tarkasti taloudellisten fundamenttien pohjalta (Altavilla & De Grauwe 2010, 3455–3456; Fama 1975, 282). Huolimatta valuuttakurssien ennusteiden luotettavuuteen liittyvien empiiristen tutkimusten ristiriitaisista tuloksista, on valuuttojen tulevaa arvon kehitystä pyritty määrittämään useiden eri menetelmien avulla. Useat erilaiset valuuttakurssit määrittelevät taloudelliset fundamentit tarjoavat yrityksille mahdollisuuden ennakoita mahdollista valuutan arvon kehitystä lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Valuuttojen kurssien ennakkointiin liittyvät menetelmät voidaan jakaa viiteen eri ryhmään, jotka pohjautuvat ostovoimapariteettiin, maksutasetilastoon, rahavarannon muutoksiin, rahoitusmarkkinoihin ja valuuttakurssien tekniseen analyysiin. (Eiteman ym. 2007, 143.)

Ostovoimapariteetin mukaan pitkällä aikavälillä valuuttakurssi määrittyy kotimaisten ja ulkomaisten hyödykkeiden hintojen suhteen perusteella. Ostovoimapariteetin ennustetta heikentää kuitenkin eri maiden rakenteelliset eroavaisuudet, jonka myötä ostovoimapariteetin osoittama tieto voi sisältää epäluotettavuutta. Maksutasetilaston avulla pyritään puolestaan ennakoimaan valuutan tulevaa tarjontaa ja kysyntää kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla kansantalouden rahavirtoja koskevien tilastoinnin pohjalta. Keskeisenä tutkittavana asiana maksutasetilastoon pohjautuvassa valuuttakurssin määrittelyssä on vaihtotaseen ja pääomataseen välinen tasapaino, jonka perusteella tehdään johtopäätelmiä tulevasta valuutan tarjonnasta ja kysynnästä. Rahavarannolla viitataan rahan määrään kansantaloudessa. Rahavarantoon liittyvien analyysien kautta pyritään ennakoimaan ennen kaikkea tulevaa inflaatiota. Rahavarannon muutoksiin pohjautuvissa ennustemenetelmissä todelliset taloudelliset muutokset on jätetty sivurooliin ja ne vaikuttavat valuuttakurssihin vain rahan kysynnän muutosten kautta. Rahoitusmarkkinoihin pohjautuvat valuuttakurssien ennakkointimenetelmät pohjautuvat olettamukselle, että

valuuttakurssit määrittävät rahoitusmarkkinoilla tapahtuvien tarjonnan ja kysynnän muutosten seurauksena. Menetelmässä keskiöön nousevat muutokset raha- ja finanssipolitiikassa, joilla on vaikutusta rahoitusmarkkinoiden odotettuihin tuottoihin ja riskeihin. (Eiteman ym. 2007, 143–145.)

Huolimatta laajasta empiirisestä tutkimuksesta fundamentteihin perustuvien taloudellisten mallien osalta. Mikään malli ei onnistu tulosten perusteella täysin selittämään tai ennustamaan valuuttojen kurssivaihtelua lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä (Frankel & Rose 1994, 29). Puutteet muissa ennakkointimenetelmissä on johtanut teknisen analyysin suosion kasvuun valuuttakurssien ennakoinnissa. Tekninen analyysi perustuu olettamukselle, että valuutan arvon kehitys seuraa jonkinlaista trendiä ja trendin analysointi antaa näin vinkkejä valuutan tulevasta kehityksestä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Teknisen analyysin kritiikki liittyy menetelmien spekulatiivisuuteen, sillä useat teknisen analyysin menetelmät keskittyvät vain valuutan spekulatiiviseen markkina-arvoon ja eivät samalla huomioi valuutan taloudellisille fundamentteille pohjautuvaa todellista arvoa. (Eiteman ym. 2007, 145.)

3.2.2 *Fundamenteihin pohjautuvien valuuttakurssien ennustemenetelmien kritiikki ja satunnaiskulku*

Valuuttakursseihin liittyvässä empiirisessä tutkimuksessa on käyty keskustelua valuuttakurssien mahdollisesta ennustettavuudesta taloudellisten fundamenttien pohjalta. Empiirisessä tutkimuksessa on osoitettu, että valuuttakurssit poikkeavat systemaattisesti niiden taustalla olevista fundamentaalisista tekijöistä. Varsinkin valuuttakurssien fundamentteja korkeampi volatilitteetti on asettanut haasteen valuuttakurssien ennustamiselle fundamenttien avulla. (James ym. 2012, 114.)

Frankel ja Rose (1994, 1–76) keskittyivät tutkimuksessaan siihen, voiko valuuttakursseja ennakoida hyvällä luotettavuudella teoreettisten ja taloudellisten mallien pohjalta. Tutkimuksissa ei ole kuitenkaan pystytty osoittamaan makrotalouteen liittyviä malleja, jotka pystyisivät haastamaan Meese ja Rogoffin (1983, 3–24) käyttämää satunnaiskulun periaatetta. Satunnaiskulun periaatteen mukaan tehokkailla markkinoilla noteerattavien sijoituskohteiden tuotot noudattavat satunnaiskulun periaatetta, sillä sijoituskohteiden hinnat muuttuvat ainoastaan uuden tiedon julkistamisen yhteydessä. Toisin sanoen edellisen noteerauksen perusteella ei voida päätellä tulevaa noteerausta. Tehokkailla markkinoilla ei pitäisi näin ollen ilmentyä trendejä, joita sijoittaja voisi hyödyntää sijoituspäätöksiä tehdessään. Markkinat ovat sitä tehokkaammat mitä paremmin ne heijastavat kaikkia sijoituskohteeseen liittyvää tietoa. (Fama 1970, 386–415.)

Osa tutkimuksista osoittaa, että makrotaloudellisiin tekijöihin kuten inflaatioon ja korkoihin, pohjautuvat ennusteet sisältävät heikosti tulevan valuuttakurssin ennustettavuutta

tutkimusaineiston ulkopuolella lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä makrotaloudellisten ennusteiden luotettavuus kuitenkin kasvaa. (Altavilla & De Grauwe 2010, 3455–3456.) Yli 12 vuoden tarkastelujaksolla valuuttakurssien muutoksista 95 prosenttia pysytään perustelemaan taloudellisten fundamenttien perusteella (Butgereit 2010, 69).

Lyhyemmillä ajanjaksoilla puolestaan taloudellisten fundamentteihin perustuvat ennustemenetelmät eivät pysty ennustamaan tulevia valuuttakursseja yhtä luotettavasti. Vuotta pidemmillä ajanjaksoilla makrotaloudellisten tekijöiden, kuten esimerkiksi taloudellisen kasvun, vaihtotaseen ja kotimaisien investointien, merkitys valuuttakurssia määrittävänä tekijänä korostuu. Alle vuoden mittaisilla ennustejaksoilla taloudellisiin fundamentteihin perustuvat ennustemallit toimivat epäsuotuisasti. (Butgereit 2010, 69.)

Perinteiset fundamentteihin perustuvat ennustemallit suoriutuvat paremmin tiettyinä ajanjaksoina kuin toisina. Spekulatiivisen kaupankäynnin lisääntyminen usein heikentää fundamenttien ennustevoimaa. Fundamentteihin perustuvilla malleilla ei esimerkiksi pystytty ennustamaan 1980-luvun Yhdysvaltojen dollarin kuplaa. Syynä tähän saattoi olla teknisen analyysin ja spekulatiivisen kaupan lisääntyminen 1980-luvun lopulla (Butgereit 2010, 69–70.)

Fundamentteihin pohjautuvat ennusteet pystyvät osoittamaan valuuttakurssien trendejä pitkällä aikavälillä, mutta lyhyellä aikavälillä fundamentteihin perustuvat ennusteet kärsivät heikosta ennustettavuudesta. Taustalla on valuuttakurssien taloudellisia fundamentteja korkeampi volatiliteetti. Fundamentteihin perustuva valuuttakurssi-arvio voi myös poiketa todellisesta markkina-arvosta siksi, että fundamentit sisältävät virheellisyys- tai mittausvirheitä. (James ym. 2012, 115.) Fundamentteihin perustuva tieto ei ole myös yhtä ajantasaista kuin markkinoilta saatava tieto (Butgereit 2010, 69).

4 JOHDANNAISINSTRUMENTIT JA NIIDEN KÄYTTÄMISEN YRITYSTEN VALUUTTA-KURSSIRISKIN HALLINNASSA

4.1 Johdannaisinstrumenttien historia

Johdannaistyylisiä sopimuksia on tehty jo satoja vuosia. Termiinit ovat johdannaisinstrumenteista vanhimpia ja eräiden tietolähteiden mukaan termiineitä on ollut käytössä jo 1100-luvun flaamilaisten kauppiaitten keskuudessa. (Niskanen & Niskanen 2000, 241.) 1600-luvun Hollannissa tulppaanimarkkinoilla kaupankäynti optiotyyillisillä johdannaisilla oli hyvinkin vilkasta, kun viljelijät halusivat varmistua siitä, että he saavat kohtuullisen korvauksen, mikäli markkinat laskisivat. Tietoa organisoidusta futuurimarkkinoista on ainakin Japanista 1700-luvulta, jossa raaka-aineiden hinnat sovittiin ostajan ja myyjän välillä jo ennen tavarantoimittajan luovuttamista. (Puttonen & Valtonen 1996, 20.)

Suuren suosion futuurimarkkinat saavuttivat Yhdysvalloissa 1800-luvun jälkimmäisellä puoliskolla, jossa vuonna 1848 aloittanut Chicago Board of Trade (CBOT) avasi kaupankäynnin erityisesti viljafutuureille. Selkeä seuraava vaihe johdannaisten suosion kasvussa tapahtui vuonna 1872, kun Chicago Mercantile Exchange (CME) päätti avata kaupankäynnin vakioituille valuuttafutuureille. Vakiointi tarkoittaa sopimuskohteiden, voimassaoloaikojen yms. ehtojen etukäteen sopimista. CME määritteli esimerkiksi, että futuureja tehdään tiettyjen valuuttojen välillä vain korkeintaan kolmeksi kuukaudeksi kerrallaan. Vakioimattomilla markkinoilla futuureja voitiin puolestaan tehdä mille tahansa valuuttaparille ja mille tahansa voimassaoloajalle. (Puttonen & Valtonen 1996, 20–23.)

Vakioimisen myötä kaupankäynti kohdistui tiettyihin ja etukäteen sovittuihin sopimuksiin, jolloin markkinoiden likviditeetti kasvoi merkittävästi. Vakiointi myös mahdollisti sen, että futuurin ostettuaan osapuolen ei välttämättä tarvinnut odottaa sopimuksen päättymispäivään, vaan hän saattoi myydä vastaavan sopimuksen jo ennen tätä nollaten positionsa. Tyypillistä johdannaismarkkinoiden kehitykselle on ollut kehityksen keskityminen Yhdysvaltoihin. Yleensä uudet tuotteet otetaan ensiksi käyttöön jossakin Yhdysvaltojen pörssissä – yleensä Chicagossa – mistä ne leviävät muihin maailman pörssiin. (Puttonen & Valtonen 1996, 20–24.)

Suomessa ensimmäiset vakioidut johdannaiset tulivat kaupankäynninkohteeksi vuonna 1987, kun Suomen Optiopörssi Oy (SOP) toi markkinoille kehittämänsä osakeindeksiin perustuvan option. Seuraavana vuonna Suomen Optiomeklarit Oy (SOM) aloitti kaupankäynnin erityisesti osakemarkkinoihin perustuvilla johdannaissopimuksilla. (Puttonen & Valtonen 1996, 23.)

Rahoitusmarkkinoiden jatkuvat innovaatiot tarjoavat kuitenkin yrityksille useita rahoitusinstrumentteja valuuttakurssien aiheuttamien riskien hallintaan (Yip 2012, 151). Valuuttakurssimuutosten seuraukset voivat aiheuttaa yritykselle epätoivottuja taloudellisia seurauksia, kuten todettiin tutkielman toisessa luvussa. Valuutoista aiheutuvat riskit vaihtelevat luonteen ja riskin keston suhteen riippuen yrityksen toiminnasta. Valuuttakurssimuutosten ennakoiminen voi kuitenkin olla hankalaa, sillä empiirisissä tutkimuksissa ei ole pystytty osoittamaan selkeää keinoa ennustaa tulevia valuuttakursseja nykyhetken tiedon avulla. (Altavilla & De Grauwe 2010, 3455 – 3456.)

Yritysten riskienhallintaan liittyvä tutkimus on käsitellyt yritysten suojautumiskäytäntöjä laajalti valuuttasuojauksen osalta. Tutkimuksissa on pyritty selvittämään miten yritykset määrittävät riskit, joita kohtaan suojaudutaan johdannaisten avulla ja mitkä riskit jätetään suojaamatta, pyrkivätkö yritykset hyötymään markkinoista spekulatiivisen kaupankäynnin avulla ja miten yritysjohtajien palkkiojärjestelmät vaikuttavat valuuttasuojustoimenpiteisiin yrityksissä. (ks. esim. Kim 2018, 110.)

4.2 Johdannaisinstrumenttien määrittely ja jaottelu

Johdannaisinstrumentteja ovat erilaiset optiot, termiinit, futuurit ja koron- ja valuutanvaihtosopimukset, joiden avulla yritys voi pyrkiä suojaamaan sijoituksiaan, saataviaan ja velkojaan markkinoilla tapahtuvilta hintojen, markkinakorkojen ja valuuttakurssien muutoksilta (Niskanen & Niskanen 2000, 28; VeroH:n ohje A53/200/2014). Johdannaisinstrumentti on rahoitusväline, jonka arvo vaihtelee johdannaissopimuksen kohde-etuuden mukaan (Hull 2000, 1). Johdannaisen kohde-etuus voi olla esimerkiksi valuutta, osake tai raaka-aine (Niskanen & Niskanen 2000, 241). Johdannaismarkkinat perustuvat siis aina jonkin toisen markkinan hintoihin eli ovat niiden johdannaisia (Knüpfer & Puttonen 2014, 226). Johdannainen ei ole siis arvopaperi niin kuin esimerkiksi osake, vaan sopimus. Johdannaisen oikeusvaikutukset sijoittajalle ovat sopimusoikeuden nojalla tulevat oikeudet ja velvoitteet. Johdannaissopimusten velvoitteet ovat joko yksipuolisesti velvoittavia, kuten optioiden kohdalla, tai molemmin puolin velvoittavia, kuten termiinien ja futuurien kohdalla. (Hoppu 2004, 53–54.)

Johdannaissopimuksen sisältö määräytyy sopimusehtojen perusteella. Jotta johdannaismarkkinat toimisivat, edellyttää tämä tiettyjen tuotteiden osalta sitä, etteivät sopimusehdot suuresti vaihtelee. Johdannaisinstrumentteja määriteltäessä keskeinen rakenteellinen tekijä johdannaissopimusten rakenteissa on jako vakioimattomiin (over-the-counter, OTC) johdannaisiin ja vakioituihin johdannaisiin. Ero markkinoiden välillä liittyy johdannaisten sopimusten vakiointiin, kohteena oleviin instrumentteihin ja markkinoiden sääntelyyn. Vakioimattomien johdannaisten sopimusehdot perustuvat pankkien omiin sääntöihin ja niillä voidaan käydä kauppaa pörssien ulkopuolella. Pörsseissä puolestaan

käydään kauppaa vakioiduilla johdannaisilla, joiden ehdot on etukäteen vakioitu eli standardisoitu pörssin toimesta. (Hoppu 2004, 53; Puttonen & Valtonen 1996, 33.)

Johdannaiset ovat kasvattaneet merkitystään kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja tänä päivänä vakioiduilla johdannaisilla kuten, optioilla ja futuureilla, käydään kauppaa kaikissa keskeisissä pörseissä ympäri maailman. Vakioimattomat johdannaiset, kuten termiinit ja koron- ja valuutanvaihtosopimukset (swapit), ovat myös kasvattaneet suosioitaan. Niillä käyvät kauppaa pääsääntöisesti rahoitusinstituutiot, sijoitusrahastot ja monikansalliset yritykset pörssien ulkopuolella. Pörssin ulkopuolista kaupankäyntiä kutsutaan usein OTC-markkinoiksi. (Hull 2000, 1.)

Suomalaisen lainsäädännön perustella johdannaisen määritelmää voidaan hakea kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetusta laista (28.12.2017/1070). RahKL 1:2:n mukaan johdannaissopimuksella tarkoitetaan sijoituspalvelulain (Sipal 28.12.2017/1069) 1:14.1:n kohdissa 3–9 tarkoitettua rahoitusvälinettä. Rahoitusvälineillä tarkoitetaan arvopaperimarkkina- ja arvopapereita ja johdannaissopimuksia. Arvopaperimarkkinalain mukaan arvopaperilla tarkoitetaan sellaista vaihdantakelpoista arvopaperia, joka on saatettu tai tullaan saattamaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Näin ollen rahoitusväline voi olla osakkeen, rahasto-osuuden ja joukkovelkakirjalainan lisäksi muun muassa johdannainen. Rahoitusvälineen määritelmän piiriin eivät kuulu esimerkiksi talletukset, joihin ei liity samantyyppisiä sijoittajansuojan haasteita kuin markkinariskin sisältäviin rahoitusvälineisiin. (Salo 2016, 45–46.)

Uudessa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä (MiFid II) on huomioitu rahoitusmarkkinoiden kehityksen tuomat uudenlaiset rahoitusvälineet ja niiden merkityksen kasvu kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Uudella direktiivillä on ollut myös vaikutusta sijoituspalvelulain rahoitusvälinettä koskevaan määritelmään. MiFid II Direktiivin tarkempia määritelmiä sisältävässä liitteessä rahoitusvälineisiin on todettu kuuluvan: siirtokelpoiset arvopaperit, rahamarkkinavälineet, yhteissijoitusyritysten osuudet ja erilaiset johdannaissopimukset, kuten muun muassa hyödykejohdannaiset mukaan lukien luottoriskin siirtoon tarkoitettut johdannaissopimukset, hinnanerosopimukset ja päästökauppajärjestelmän vaatimuksia vastaavat päästöoikeudet. Rahoitusvälineeksi ei kuitenkaan lueta tavallisia, pelkkään korkoon sidottuja pankkitalletuksia eikä sijoitussidonnaisia henkivakuutuksia tai sidottua pitkäaikaissäästämistä. Uuden direktiivin määritelmä rahoitusvälineiden osalta on laaja. Esimerkiksi siirtokelpoiset arvopaperit määritellään erikseen Euroopan unionin (EU) direktiivissä. Sen mukaan siirtokelpoisten arvopaperien määritelmää voidaan soveltaa suureen määrään erilaisia rahoitusvälineitä, joilla on erilaisia ominaisuuksia ja joiden likvidiys vaihtelee. (EU:n direktiivi 2007/16/EY; Salo 2016, 46.)

Lainsäädännöllisessä mielessä rahoitusväline voi olla muukin kuin johdannainen, kuten esimerkiksi arvopaperi. Verohallinnon ohjeessa (A53/200/2014) johdannainen määritellään rahoitusinstrumentiksi ja ohjeessa oleva määritelmä tekee jaon vakioitujen ja

vakioimattomien johdannaisten välillä. Verohallinnon ohjeen mukaan johdannainen on rahoitusinstrumentti, jonka arvo muuttuu tietyn koron, arvopaperin hinnan, hyödykkeen hinnan, valuuttakurssin, hinta- tai kurssi-indeksin, luottokelpoisuusluokituksen, luottoindeksin tai muun vastaavanlaisen muuttujan (kohde-etuus) arvon muuttuessa.

Verohallinnon ohjeen (A53/200/2014) määritelmä perustuu vanhaan IAS 39-standardiin, joka on korvattu uudella IFRS 9-tilinpäätösstandardilla 1. tammikuuta 2018 alkaen. Kansainvälisen rahoituskriisin seurauksena kansainvälinen tilinpäätösstandardilautakunta (IASB) teki päivityksiä tilinpäätösstandardeihinsa ja laati uuden rahoitusvälineitä koskevan standardin. IFRS 9-standardi, joka korvasi aikaisemmin käytössä olleen IAS 39-standardin. Uudistuksen seurauksena rahoitusvälineitä koskevassa standardissa siirryttiin muun muassa painottamaan historiallisista hinnoista kohti tulevaisuuden kassavirtoihin pohjautuvaa arvonmäärittelyä rahoitusinstrumenttien osalta. IAS 39- ja IFRS 9-standardien välillä ei kuitenkaan ole suurta eroavaisuutta itse rahoitusvälineiden tunnistamisessa tai alkuperäisen arvostamisen osalta. (Gornjak 2017, 115–117.) Näin ollen myös Verohallinnon IAS 39-standardille pohjautuva johdannaisen määritelmä on edelleen ajantasainen.

4.2.1 Vakioidut johdannaiset

Markkinoilla on tarjolla standardoituja sopimuksia eli vakioituja sopimusehtoja optioiden ja futuurien osalta. Näitä kutsutaan vakioiduiksi johdannaisiksi. Vakiointi lisää johdannaismarkkinoiden likviditeettiä, kun sijoittajan ei tarvitse kirjata oman optionsa tai futuurinsa ehtoja, vaan hän voi valita kaupankäynnin kohteena olevista optio- ja futuurisarjoista omaan tarkoitukseensa parhaiten soveltuvat. Vakiointi myös erottaa vakioidut johdannaiset vakioimattomista johdannaisista. (Gregory 2014, 16.) Vakioinnin myötä myös kaupankäynnin kohteena on vain rajallinen määrä erilaisia vakioituja johdannaisia. Vakioinnin toteuttaa johdannaispörssi, jossa vakioiduilla johdannaisilla käydään kauppaa. Vakioinnin kohteena voi olla muun muassa johdannaisen kohde-etuus, voimassaoloaika ja kohde-etuusvakio. Kohde-etuusvakiolla tarkoitetaan, kuinka monta kohde-etuutta yksi johdannainen vastaa, esimerkiksi valuuttaoption kohde-etuutena olevan valuutan määrän. (Hoppu 2004, 53.)

Vakioituja johdannaisia voivat olla monen nimiset johdannaiset, kuten optiot, warrantit, termiinit, futuurit ja jopa swapit, mikäli sopimukset perustuvat sopimuksen vakiomuotoisuuteen (Gregory 2014, 16). Optio on sopimus, jossa option ostajalla eli haltijalla on oikeus, mutta ei velvollisuutta, myydä tai ostaa option taustalla oleva kohde-etuus ennalta sovittuun hintaan ennalta sovittuna ajankohtana. Option myyjällä eli asettajalla on puolestaan velvollisuus ostaa tai myydä kohde-etuus sopimuksen mukaisesti option haltijan niin halutessa. Koska optiosopimus antaa option ostajalle oikeuden muttei aseta

velvollisuutta toteuttaa optiosopimus eräpäivänä, on option ostajan tappio enimmillään option ostohinnan eli premion suuruinen. Option myyjän tappio voi sen sijaan periaatteessa olla rajaton. (Hoppu 2004, 53.)

Warrantilla viitataan vakioituun johdannaiseen, joka tietyiltä osin muistuttaa optio-oikeutta ja tietyiltä osin optiosopimuksia. Warrantti oikeuttaa ostamaan tai myymään osakkeita ennalta määrättyllä hinnalla. Ostamalla tietyn osakkeen ostowarrantin, saa mahdollisuuden ostaa kyseisen osakkeen tiettyyn hintaan tulevaisuudessa. Ostamalla myynti-warrantin saa puolestaan mahdollisuuden myydä sovittuun hintaan. Warrantin mukaista osakkeiden ostoa tai myyntiä ei kuitenkaan todellisuudessa toteuteta, vaan osakkeen hinnan ja warrantissa sovitun hinnan välinen erotus tilitetään rahana, mikäli warrantilla on rahallista arvoa. Jos warrantilla ei toteutusajankohtana ole rahallista arvoa, se raukeaa arvottomana. Warrantteja tyypillisesti hyödynnetään joko osakesalkun suojaamiseen tai tuotto-odotuksen lisäämiseen. Juridisesti warrantit ovat itsenäisiä arvopapereita. Niillä käydään kauppaa kuten osakkeilla. Warrantin voimassaoloaika on vakioidun option kolmea kuukautta selvästi pidempi. Määräaika vaihtelee yleensä yhden ja kolmen vuoden välillä. Toisin kuin on asia optio-oikeuksien suhteen, warranttia ei laske liikkeelle yritys, jonka osakkeeseen warrantti kohdistuu, vaan esimerkiksi pankki tai pankkiiriliike. Periaatteessa warrantin voi laskea liikkeelle kuka tahansa. Vaikka warrantti yleensä kohdistuu pörssinoteeratun yhtiön osakkeeseen, ei yhtiöllä ole liikkeellelaskun kanssa mitään tekemistä. Osakkeen lisäksi warrantti voidaan kohdistaa esimerkiksi korkoon, valuuttaan tai raaka-aineeseen. (Hoppu 2004, 55.)

Termini ja futuurit ovat option tavoin tunnettuja johdannaisinstrumentteja. Termiinejä ja futuureita ei voi suoraan jaotella vakioiduiksi tai vakioimattomiksi johdannaisiksi, sillä markkinoilla on tarjolla sekä vakioituun että vakioimattomaan sopimukseen pohjautuvia termiineitä ja futuureita. Optio- ja termiinisopimusten ero on haltijan eli ostajan sopimusvelvoitteissa. Toisin kuin option haltijalla, jolla ei ole velvollisuutta kaupan toteuttamiseen, termiinisopimus velvoittaa haltijan toteuttamaan sovitun kaupan termiinisopimuksessa sovittuna päivänä sovittuun hintaan. Termiinin kohde-etuus voi olla esimerkiksi valuutta, hyödyke tai muu kohde. Kun option haltijan suurin tappio rajoittuu premion menettämiseen, termiinin haltijan tappio voi periaatteessa olla rajaton. Futuurit ovat pitkälti termiinin kaltaisia. Keskeinen ero on kuitenkin siinä, että futuurisopimuksen osapuolet selvittävät keskinäiset maksunsa päivittäin, kun termiinisopimuksessa maksut selvitetään sopimuksen päättyessä (Hoppu 2004, 54; Niskanen & Niskanen 2000, 241.)

4.2.2 Vakioimattomat johdannaiset

Vakioimattomat johdannaiset ovat hyvin erilaisia kuin vakioidut johdannaiset. Vakioimattomien johdannaisien kohdalla ehdoista kaupankäynnin osapuolet sopivat keskenään

ja käyvät kauppaa ilman johdannaispörssin muodostamaa välikättä. (Gregory 2014, 16.) Pankit ja pankkiiriliikkeet välittävät vakioimattomia johdannaisia, joiden sopimusehdot perustuvat välittäjien omiin sääntöihin (Hoppu 2004, 53). Merkittävä osa maailman vakioimattomista johdannaissopimuksista tehdään juuri suurten pankkien ja arvopaperifirmojen keskinäisillä markkinoilla, joita ei lueta julkisiksi markkinapaikoiksi. Rahoitusyri-tysten kautta institutionaaliset sijoittajat, varainhoitajat ja rahoitusalan ulkopuoliset yri-tykset pääsevät tekemään johdannaistransaktioita vakioimattomilla johdannaisilla. (Jalas-joki 2016.)

Suurin osa valuuttakaupasta käydään vakioimattomilla johdannaisilla, joita ovat muun muassa vakioimattomat swapit, termiinit ja optiot. Vakioimattomia johdannaisinstru-mentteja löytyy tyypillisesti monenlaisille johdannaissopimusten kohde-etuuksille kuten koroille, osakkeille, hyödykkeille ja luottoriskille, aivan kuten vakioitujakin johdannai-sia. Vähemmän tyypillisiä kohteita johdannaisille ovat muun muassa säätilan vaihtelun perusteella arvonsa saavat johdannaissopimukset, joiden avulla esimerkiksi ulkoilmapal-velujen tarjoaja voi suojautua sadepäivien aiheuttamilta tappioilta. (Jalasjoki 2016.)

Teoriassa johdannaissopimuksia voidaan tehdä siis aivan mistä tahansa kohde-etuus-desta kuhan sen arvon muutokset ovat mitattavissa (Gregory 2014, 16), sillä johdannainen pohjautuu sopimukseen (Hoppu 2004, 53–54). Vaihdetuimmat johdannaistyytit maail-massa ovat kuitenkin edellä mainitut valuutta- ja korkojohdannaissopimukset, jotka ovat myös keskuspankkien erityisen mielenkiinnon kohteina muun muassa rahapolitiikan, ra-hoitusjärjestelmän vakauden ja pankkien valvonnan näkökulmista (Jalasjoki 2016).

Vakioimattomien johdannaisten suosion taustalla on mahdollisuus muokata ne omien tarpeiden mukaisiksi, esimerkiksi vakioimattoman johdannaisen hankkivan yrityksen ei tarvitse kyseisten johdannaisten kohdalla tyytyä tiettyyn ennalta sovittuun sopimuksen päättymispäivään vaan päättymispäivä voidaan sopia juuri tarpeen mukaiseksi. (Gregory 2014, 16.)

4.2.3 Korko- ja valuutanvaihtosopimukset

Koron- ja valuutanvaihtosopimuksella eli swapilla viitataan sopimukseen, jossa kaksi osapuolta sopivat lainoihinsa liittyvien rahavirtojen vaihdosta (VeroH:n ohje A53/200/2014). Sopimuksessa tyypillisesti sovitaan päivämäärästä, jolloin rahavirtoja sopijaosapuolien välillä vaihdetaan ja tavasta, jonka mukaan vaihdettavat rahavirrat mää-ritellään. Usein rahavirtalaskelmiin sisällytetään taloudellisia muuttujia, jotka vaikuttavat maksettaviin rahavirtoihin. Korko- ja valuutanvaihtosopimuksista on sovittu jo 1980-luvulta alkaen. Nykyään sopimuksia tehdään useiden miljardien arvosta vuosittain, Koron ja valuutanvaihtosopimukset ovat usein vakioimattomia johdannaisia, jolloin erilaisia so-pimustyyppejä on useita. (Hull 2000, 121.)

Käytännössä koronvaihtosopimuksessa kaksi osapuolta sopii vaihtavansa keskenään samassa valuutassa olevia korkokassavirtoja. Koronvaihtosopimuksen kiinteä korko vastaa valitun ajanjakson markkinakorkoa, kun taas vaihtuva korko määritellään suhteessa viitekorkoon, esimerkiksi euribor-korkoon. Osapuolet voivat sopia korkomaksuista, jotka eivät vastaa transaktiosta sopimisen hetkellä vallitsevaa korkotasoa. Tällaisessa tapauksessa transaktiosta sopimisen yhteydessä sopimuksen alkaessa voidaan maksaa hyvitysmaksu. Maksun suorittaa se osapuoli, jonka hyväksi korko on sovittu. Transaktiosta sovittaessa ei vaihdeta pääomaa, mutta sitä käytetään korkojen laskemiseen. Sopimuskautena vaihdetaan vain korkojen erotus. (Hull 2000, 121–123.)

Valuutanvaihtosopimuksessa sopimuksen osapuolet sopivat vaihtavansa keskenään vastaavan määrän kahteen eri valuuttaan perustuvaa valuuttalainaa tietyksi ajanjaksoksi. Koska valuutanvaihtosopimukset ovat tyypillisesti – koronvaihtosopimuksen ohella – vakioimattomia johdannaisia, voidaan niidenkin kohdalla neuvotella varsin joustavasti eri maturiteeteista. Mikäli rahoitus toisessa maassa on kalliimpaa, sovitaan tällöin tyypillisesti maksusta kompensoimaan korkoeroa lainojen välillä, jotta korkotason vaihtelulla ei olisi vaikutusta valuutanvaihtosopimuksen kannattavuuteen. Valuutanvaihtosopimuksessa, tavallisimmin kansainvälinen pankki, toimii sopimuksen välittäjänä ja organisoii valuutanvaihtosopimuksen kahden eri yrityksen kesken. Käytännössä valuutanvaihtosopimuksessa on mukana kolme eri osapuolta, kaksi yritystä, jotka haluavat vaihtaa valuuttaluojojensa valuuttoja ristiin ja valuutanvaihtosopimusta tarjoava pankki. (Eiteman ym. 2007, 316–317.)

4.3 Suojaamistarkoituksen määrittely

Kuten tutkielmassa on aikaisemmin todettu taloudellisten muuttujien, kuten valuuttakurssit tai korko, muutokset aiheuttavat taloudellisia riskejä yrityksen toiminnalle, joilta yritys tyypillisesti haluaa suojautua (Harsu 2018, 598). Tulevissa alaluvuissa käydään esimerkin omaisesti läpi kolmen eri suomalaisen pörssiyrityksen – Atria Oyj:n, Fortum Oyj:n ja Tikkurila Oyj:n – tilinpäätöstietoja valuuttasuojautumisen osalta. Yritysten valuuttasuojauksista käsitellään aikaisemmin esitettyjen kansainväliseen toimintaan liittyvien riskien kautta. Yritykset ovat valikoituneet tutkielmaan, koska ne kukin toteuttavat toiminnassaan hieman toisistaan poikkeavaa valuuttasuojautumisstrategiaa ja suhtautuvat valuuttakurssiriskiin toisistaan poikkeavasti.

Suojautuminen on osa yrityksen riskienhallintaa. Valuuttakurssien heilahtelua on haasteellista ennakoida ja muutokset saattavat tapahtua yllättäen. Esimerkiksi yrityksen myynnin ollessa riippuvainen tietyn valuuttakurssimuutoksista, yritys voi toteuttaa suojautumisen hankkimalla suojausinstrumentin, jonka arvon muutokset ovat samansuuruisia mutta vastakkaisia kuin myynnin kannalta kriittisen valuutan. (Harsu 2018, 598.)

Erilaiset suojaussuhteet voidaan luokitella suojauskohteen perusteella seuraavasti: käyvän arvon suojaus, rahavirran suojaus ja ulkomaiseen yksikköön tehdyn nettosijoituksen suojaus. Kyseistä luokittelua noudetaan sekä vanhassa IAS 39:ssä että uudessa IFRS 9:ssä. Käyvän arvon suojauksesta on kysymys esimerkiksi silloin, kun yritys suojaaa saamisensa sen käyvän arvon markkinoiden aiheuttamilta arvonmuutoksilta. Käytännön esimerkkinä kiinteäkorkoisen saamisen ja velan käypä arvo muuttuu, mikäli markkinakorot muuttuvat. Markkinakorkojen noustessa kiinteäkorkoisen saamisen arvo laskee. Tällaiselta käyvän arvon alentumiselta voidaan suojautua vaihtamalla saamisen kiinteät korot vaihtuviksi koroiksi koronvaihtosopimuksen avulla. Rahavirran suojauksesta on puolestaan kysymys silloin kun yritys vaihtaa johdannaissopimuksella vaihtuvakorkoisen saamisen koron kiinteäksi, jolloin rahavirta lukittuu johdannaissopimuksella, tässä tapauksessa koronvaihtosopimuksella, tietylle kurssitasolle. Ulkomaiseen yksikköön tehdyn nettosijoituksen suojauksessa suojataan konsernin tytär- tai osakkuusyhtiön tai yhteisyrityksen tai sivuliikkeen ulkomaan valuutassa oleva oma pääoma valuuttakurssimuutosten muodostamalta riskiltä. Toisin kuin muut edellä mainitut suojauskohteet, ulkomaiseen yksikköön tehdyn nettosijoituksen suojaus tehdään konsernitilinpäätöksessä eikä yksittäisen yhtiön tilinpäätöksessä. (Harsu 2018, 599.)

Muun muassa Finanssivalvonnan määräyksissä (VeroH:n ohje A53/200/2014) ja IFRS 9-standardissa on määritelty, milloin johdannaissopimus on suojaava (Harsu 2018, 603). Vanhan IAS 39-standardin mukaan suojaus tarkoittaa kirjanpidossa yhden tai useamman suojausinstrumentin nimenomaista määrittämistä siten, että sen tai niiden käyvän arvon muutokset kumoavat suojauskohteen käyvän arvon tai rahavirtojen muutokset kokonaan tai osittain (VeroH:n ohje A53/200/2014). Vanha IAS 39-standardi pohjautui enemmän säännöille suojausinstrumentin määrittelyssä, kun uusi IFRS 9-standardin suojaavan instrumentin määritelmä pohjautuu yrityksen riskienhallinnon strategiaan, joka tulee olla todennettavissa dokumentaatiosta ja tilinpäätöksestä. (Harsu 2018, 603.)

4.3.1 Suojautumistarkoitus käytännön esimerkkien kautta

Käytännössä suojaus on mahdollista toteuttaa hankkimalla johdannaisia, joiden kohde etuutena on konsernin kannalta kriittinen valuutta. Johdannaisen valinnalla on kuitenkin merkitystä, koska erilaisten johdannaisten ehdot poikkeavat huomattavasti toisistaan (Gregory 2014, 16).

Tikkurila toteaa tilinpäätöksessään (2018, 78) valuuttakurssimuutoksilla olevan vaikutusta konserniin valuuttamääräisten erien kautta useasta eri näkökulmasta, kuten ulkomaan valuutassa olevien rahavirtojen, tytäryritysten vieraassa valuutassa olevien erien kirjanpitovaluutalle tehtävien muunnosten ja vieraassa valuutassa olevien investointien kautta. Yritys toteaa tilinpäätöksessään, että sen valuuttariskien hallinnassa keskeisiä

toimintatapoja ovat 1) *matching* eli tietyssä ulkomaan valuutassa olevien rahavirtojen yhteensovittaminen vastaavansuuruisella kirjanpitovaluutassa olevan rahavirralla konsernitasolla, jolloin valuuttariski kumoutuu, 2) *hajauttaminen*, jolloin konserniin muodostuu useissa eri valuutoissa olevia rahavirtoja. Hajauttamisen myötä yksittäisen valuutan muodostama riski konsernille vähenee. 3) *valuuttaklausuulien* hyödyntäminen osto- ja myyntisopimuksissa soveltuvien osin, jolloin valuuttariskiä voidaan jakaa sopimusosapuolten välillä. Johdannaisia Tikkurila ei hyödynnä valuuttariskien hallinnassa, vaan konserni hyväksyy valuuttojen muodostaman avoimen riskin yhtiön tuloksen kehitykselle. (Tikkurilan tilinpäätös 2018, 78.)

Tikkurilan valuuttariskiltä suojautumisstrategia poikkeaa Atrian vastaavasta. Aivan kuten Tikkurila myös Atria toimii usealla eri valuutta-alueella. Atria soveltaa Suomessa ja Ruotsissa valuuttariskiltä suojautumiseen suojauslaskentaa. Atria seuraa valuuttariskiä rullaavaan 12 kuukauden ennustetun rahavirran perusteella ja tekee suojauksen valuuttatermiineillä 1-6 kuukauden ajanjaksoille, minkä aikana yhtiö olettaa suojattujen valuuttamuutosten toteutuvan ja vaikuttavan yhtiön tulokseen. (Atrian vuosikertomus 2016, 74.)

Suojauslaskennalla viitataan laskentametodiin, jonka tarkoituksena on liittää yhteen suojauskohteen ja suojaavan instrumentin tuloslaskelmavaikutukset yrityksen kirjanpidossa ja pienentää näin tuloksen ja oman pääoman vaihtelua (VeroH:n ohje A53/200/2014). Toisin sanoen suojattavan kohteen arvon laskiessa 10 euroa tulisi suojaavan instrumentin arvon nousta 10 euroa, jotta suojaus määriteltäisiin tehokkaaksi. Mikäli suojaavan instrumentin arvon muutos on tilanteessa enemmän tai vähemmän kuin 10 euroa, on 10 euron ylittävä tai alittava osuus tehotonta suojausta. Suojauksen tehokkuudella on vaikutusta siihen kuinka suojaavan instrumentin tuottoa tai tappiota käsitellään yrityksen kirjanpidossa ja verotuksesta. (Harsu 2018, 603–604.)

Suojauslaskennalle asetetaan ehtoja kansainvälisessä tilinpäätösstandardissa, mutta sen soveltamista ei ole tehty kuitenkaan pakolliseksi, kuten Tikkurilan esimerkki osoittaa. Mikäli yritys hyödyntää suojaavia instrumentteja, mutta ei käytä suojauslaskentaa, käsitellään suojauskohde ja suojaava instrumentti toisistaan riippumattomina kansainvälisen tilinpäätösstandardin IFRS:n rahoitusinstrumentteja koskevien vaatimusten mukaan. (VeroH:n ohje A53/200/2014; Harsu 2018, 603–604.) Suojaavien instrumenttien verotusta käsitellään tarkemmin viidennessä luvussa.

4.3.2 Johdannaiset ja transaktiosuojautuminen

Transaktiosuojautuminen voi liittyä sekä käyvän arvon suojaamiseen että rahavirran suojaamiseen, liittyen vieraassa valuutassa olevan saamisen luonteesta (Harsu 2018, 599). Transaktioaltistumisen määritelmää avattiin luvussa 2.5.1, jossa todettiin, että transaktioaltistumista tapahtuu muun muassa vieraassa valuutassa olevan lainan tai saamisen

muodossa. Yrityksellä on monenlaisia keinoja säädellä transaktioaltistumista, näihin kuuluvat laajasti katsottuna muun muassa erilaisiin kauppasopimuksiin, toimintoihin ja rahoitukseen liittyvät päätökset (Eiteman ym. 2007, 260). Tikkurila suojautuu transaktioriskiltä netottamalla vieraassa valuutassa olevat tulot ja menot keskenään (matching), sisältäen myös kaupallisten sopimusten valuuttaklausuuleista johtuvat valuuttavirrat. Tikkurila ei hyödynnä näin ollen valuuttatermiinisopimuksia transaktioriskiltä suojautumiseen. Käytännössä transaktioriskiltä suojautuminen Tikkurilassa tapahtuu hankkimalla raaka-aineita ja pakkausmateriaaleja useilta eri kansainvälisiltä toimijoilta, jotka laskuttavat myös muissa kuin Tikkurilan käyttämässä pääsääntöisessä kirjanpitovaluutassa. Näin ollen raaka-aine ja pakkausmateriaalihankintojen rahavirtojen avulla pystytään neutralisoimaan vieraassa valuutassa olevien tulojen aiheuttamaan transaktioriskiä. (Tikkurilan tilinpäätös 2018, 78.)

Johdannaisten kohdalla termiinisopimukset ovat paljon hyödynnetty rahoitusväline transaktioriskiltä suojautumiseen (O'Brien 2013, 147). Termiinien avulla yritys voi hallita epävarmojen valuuttakurssimuutosten muodostamaa riskiä käyvän arvon ja rahavirtojen suojauksessa (Harsu 2018, 599), näin tekee muun muassa Atria. Atria suojaa valuuttatermiinien avulla ulkomaisiin tytäryrityksiin tehtyjä nettosijoituksia ja tulevaa ennakoitua rahavirtaa 1-6 kuukauden ajanjaksolla. Atrialle transaktioriskiä muodostuu esimerkiksi Atrian ruotsin yhtiöiden liharaaka-aineen euromääräisestä tuonnista, Atria Venäjän dollarimääräisestä liharaaka-aineen tuonnista ja euromääräisistä muista ostoista. Atria Suomen liiketoimintojen valuutariskit liittyvät lähinnä dollarimääräiseen ja Ruotsin kruunumääräiseen vientiin. Konsernin sisällä myönnettyt lainat voivat myös aiheuttaa transaktioriskiä. Atrian linjauksen mukaan emoyhtiö myöntää tytäryrityksille lainan niiden omassa kirjanpitovaluutassa ja samalla suojaa valuuttamääräiset lainasaamiset tytäryhtiöiltä valuuttalainoilla ja -termiineillä. (Atrian vuosikertomus 2016, 74.) Termiinit ja muut johdannaiset helposti liitetään spekulatiiviseen kaupankäyntiin, jossa niitä hyödynnetään ennakoimalla tulevaa valuuttakurssimuutosta ja hyötymällä oikeaan osuvalle näkemyksellä. Spekulatiivisen kaupankäynti tulisi kuitenkin erottaa johdannaisten hyödyntämisestä edellä kuvatun tavalla suojaamistarkoituksessa. (O'Brien 2013, 147.)

Terminiityypisellä johdannaisella suojautuessa valuutan kurssimuutos lukittuu tietylle ennalta määritellylle tasolle, koska valuutan arvon muutokset ja suojausinstrumentin hinnan muutokset kumoavat toisensa. Oletuksena on, että suojaus on tehokasta, jolloin suojausinstrumentti kompensoi täysimääräisesti suojauskohteen arvon muutokset. Suojaamisen negatiivinen puoli termiineihin pohjautuvassa suojauksessa liittyy siihen, että lukittuminen tietylle kurssitasolle estää myös suotuisien arvon muutosten mahdollisuudet suojaavalle yritykselle samalla kuin suojauksella varmistetaan, ettei negatiivisia arvonmuutoksia realisoidu. Termiinisopimukseen pohjautuvan strategian valuuttakurssin lukitseva luonne kuitenkin neutralisoi translaatoriskin. (O'Brien 2013, 147–148; Harsu 2018, 598–599.)

Transaktioriskiltä voidaan suojautua myös optioiden ja tämän muunnelmien kuten warranttien avulla. Optiotyyppinen johdannainen on luonteeltaan hieman erilainen kuin termiini. Optiolla suojaaminen merkitsee tietynlaisen ”vakuutuksen” hankkimista. Option, ja tässä tapauksessa nimenomaisesti osto-option, avulla voidaan varmistaa, että tuleva valuutanvaihtokurssi on tietyllä tasolla, ja mikäli se on yrityksen kannalta edullisempi kuin option varmistama kurssi, jätetään optio toteuttamatta. Optioiden hyödyntäminen suojauksessa ei siis estä positiivisten arvonmuutosten realisoitumisen mahdollisuutta. Suojaaminen optiolla kuitenkin estää kohde-etuuden negatiivisen arvonkehityksen option haltijalle. Option avulla hankittava vakuutus kuitenkin aiheuttaa kustannuksia, sillä optiosta on maksettava preemio option myyjälle (asettajalle). (Harsu 2018, 598–599.) Optiota hyödyntämällä voidaan kuitenkin varmistua, että translaatoriski voi tilanteessa muodostua vain taloudellisesti edulliseksi, vähennettynä option hankinnan kuluilla (Eiteman ym. 2007, 265–267).

Optioita on myynti- ja osto-optioita, jotka käyttäytyvät eri tavoin suhteessa kohde-etuuteen. (Hull 2000, 5–8). Suojaamisen näkökulmasta option myyjälle optio ei sen sijaan merkitse tällaista suojaavaa vakuutusta, vaan option myyjän enimmäisvoitto asetetusta optiosta rajoittuu saadun preemion määrään tappioriskin ollessa osto-option osalta rajaton ja myyntioptionkin osalta lähes option toteutushinnan suuruinen (Harsu 2018, 598–599).

4.3.3 Johdannaiset ja operatiivinen suojautuminen

Toisin kuin transaktio- ja translaatioaltistumisessa, operatiivisen altistumisen hallitseminen sisältää kaikki yrityksen hallintaan liittyvät osa-alueet, kuten rahoitus, markkinointi, johtaminen ja tuotanto (Kim & McElreath 2001, 21). Choi (1989, 145–155) osoitti, että yritykset voivat kansainvälisten investointien kautta hallita operatiivista valuuttariskiä. Kim (1997, 419–437) analysoi yritysten osakkeiden arvon kehitystä yritysten laajentaessa tai karsiessa kansainvälisiä operaatioita ja päätyi saman suuntaiseen lopputulemaan. Yritysten motivaatio laajentua kansainvälisesti liittyy ainakin osittain haluun hallita operatiivista valuuttariskiä.

Operatiivisen valuuttariskin kokonaisuuden hahmottaminen ja hallitseminen voi olla hyvin haasteellista, sillä valuuttojen arvonkehityksellä on monenlaisia välillisiä ja välittömiä seurauksia yritykseen (Kim & McElreath 2001, 21). Kim & McElreath (2001, 21) tutkivat kuinka viisi suurta autonvalmistajaa hallitsivat operatiivista valuuttariskiä toiminnossaan. He totesivat, että operatiiviselta valuuttariskiltä suojautuminen ei tapahdu tyypillisesti pelkästään johdannaisten avulla, vaan myös järjestelemällä yrityksen operaatioita niin että operatiivista valuuttakurssiriskiä pystytään hallitsemaan ja minimoimaan. Tämän lisäksi valuuttakurssiriskien dynaaminen ja monimutkainen luonne vaikeuttaa niiden täydellistä ymmärtämistä. Kim & McElreathin (2001, 26) mukaan akateemisessa

tutkimuksessa pitkälti keskitytään arvioimaan operatiivista valuuttariskiä yritysten toimialojen ja yritysten erityispiirteiden avulla. Vaikka yrityksillä olisi tiettyjä yhteisiä tekijöitä, on operatiivista riskiä ennen kaikkea analysoitava yrityskohtaisesti tapaustutkimusten kautta.

Toisin kuin transaktioaltistuminen, joka on selkeästi havaittavaa ja lyhytaikaista, on operatiivinen altistuminen tyypillisesti tämän vastakohta. Ehkä riskin pitkäaikaisen luonteen vuoksi operatiivinen valuuttariski on sivuutettu joidenkin yritysten vuosikertomuksissa. (ks. esim. Atrian vuosikertomus 2016, 35; Fortumin tilinpäätös 2018, 31; Tikkurilan tilinpäätös 2018, 78–79.) Johdannaisten osalta yritys voi hallita operatiivista valuuttariskiä hyödyntämällä koron- ja valuutanvaihtosopimuksia. Muokkaamalla lainojensa korko- ja valuutta-altistuksia yritys voi pyrkiä kompensoimaan ennakoituja valuuttariskejä. Operatiiviselle valuuttariskille on tavanomaista sen pitkäaikaisuus ja sen vaikutus yrityksen operatiiviseen tulokseen, rahavirtoihin ja lopulta yrityksen kokonaisarvoon. (Aabo 2001, 381–382.)

Pringlen (1991, 78–80) mukaan keskeisimpiä ongelmia operatiivisen valuuttakurssiriskin hallinnassa on sen mittaaminen ja määrittäminen. Tieteellisissä tutkimuksissa on myös osoitettu, että yrityksen ja toimialan erityispiirteillä on vaikutusta yrityksen altistumiselle operatiiviselle valuuttariskille. Yrityksen käytössä olevan kirjanpitovaluutan vahvuudella suhteessa vieraaseen valuuttaan on myös vaikutusta operatiiviselle riskille altistumiselle. (Kim & McElreath 2001, 21.)

4.3.4 Johdannaiset ja translaatiosuojautuminen

Keskeinen tekniikka suojautua translaatoriskiltä liittyy taseen suojaamiseen. Translaatoriskin määritelmä käytiin läpi luvussa 2.5.3, jossa todettiin translaatoriskiä muodostuvan yhtiön tarpeesta muuttaa tytäryhtiön vieraassa valuutassa olevat kirjanpidolliset arvot emoyhtiössä käytössä olevalle kotivaluutan arvoille tulosjulkistusten yhteydessä. Translaatoriskiltä voidaan pyrkiä suojautumaan johdannaismarkkinoiden avulla hankkimalla johdannaisilla vastakkaisen suuntaista valuuttakurssille altistumista mitä kirjanpidon kautta muodostuu. (Hagelin 2003, 56; Eiteman ym. 2007, 348.)

Valittujen esimerkki yhtiöiden suhtautuminen translaatoriskiin vaihtelee. Tikkurila kuvaa translaatoriskiä tilinpäätöksessään omaan pääomaan kohdistuvana euroalueen ulkopuolisiin tytäryrityksiin tehtyjen nettosijoitusten valuuttariskinä. Aivan kuten muidenkin valuuttariskien kohdalla Tikkurila ei pyri suojautumaan aktiivisesti translaatoriskin muodostamalta valuuttariskiltä, vaan tytäryhtiöiden oman pääoman muuntamisesta aiheutuvat translaatioerot esitetään konsernin omassa pääomassa muuntoeroina. (Tikkurilan tilinpäätös 2018, 79.) Fortumin suhtautuminen translaatoriskiin on selektiivinen, jolloin translaatoriskiltä suojautuminen on vain osittaista ja tilannekohtaista (Fortumin

tilinpäätös 2018, 31). Osittaista translaatoriskiltä suojautumista toteuttaa myös Atria, jolla myös on ulkomaisiin tytäryhtiöihin tehtyjä nettosijoituksia, jotka altistavat valuuttariskeille. Atriassa rahoituskomitea käsittelee tapauskohtaisesti nettosijoitussuojautumisen. Konsernin sisäiset lainat yhtiö myöntää tytäryrityksille niiden kotivaluutassa ja samalla suojaa näiden lainojen lainasaamiset valuuttalainoilla ja -termiineillä. (Atrian vuosikertomus 2016, 35.)

Translaatiosuojautumisen keskeinen ongelma kuitenkin liittyy enemmän verotukseen kuin valuuttakurssien ennakoimiseen vaikeuteen. Yrityksen suojautuessa translaatoriskiltä johdannaisten avulla ja onnistuessa suojautumisessa, sille muodostuu verotettavaa tuloa. Translaatoriskin toteutuessa valuuttakurssimuutoksista johtuva kirjanpidollisten arvojen alentumista ei kuitenkaan useinkaan ole katsottu eri maiden verotuksessa vähennyskelpoiseksi menoksi. (Eiteman ym. 2007, 348.)

Translaatoriskiltä riskiltä suojautuakseen yrityksen pitäisi johdannaisten avulla hankkia vastaavanlainen valuuttakurssille altistuminen mutta vain vastakkaiseen suuntaan kuin sille muodostuu taseen kautta. Mikäli tämä pystytään toteuttamaan jokaisen emoyrityksen tytäryhtiön kohdalla, joiden käytössä olevana valuuttana on muu kuin emoyhtiön kirjanpitovaluutta, nettoaltistumisen valuuttakurssimuutoksille taseen kautta pitäisi olla nolla. Yrityksessä käytössä olevan kirjanpitokäytännöllä on kuitenkin vaikutusta translaatiosuojautumisen toteuttamiseen. Mikäli yrityksessä hyödynnetään nykyarvomenetelmään valuuttakurssien muuntamisen tytäryhtiöiden taseista, ei translaatiosuojausta pystytä täysimääräisesti toteuttamaan. Toisin kuin historiallisten keskikurssien menetelmässä, nykyarvomenetelmässä on käytössä historiallisiin valuuttakursseihin pohjautuvia arvostusmenetelmiä yritysten velkojen osalta. (Eiteman 2007, 348.)

Eitemanin ym. (2007, 351.) mukaan translaatoriskiltä tulisi suojautua, mikäli emoyhtiöllä on aikomus myydä tytäryhtiö, jolloin neuvottelujen ajan tytäryhtiön arvo halutaan pysyvän vakaana, emoyhtiöllä on velkakovenantteja tai muita pankkisitoumuksia, jotka määrittelevät konsernin omavaraisuussuhteen tason. Eikä näitä sitoumuksia haluta rikkoa, yrityksen johtoa arvioidaan tiettyjen tulokseen tai taseisiin liittyvien mittareiden avulla, joihin voivat vaikuttaa translaatoriskin toteutuminen, Tytäryhtiö toimii alueella, jossa on hyperinflaatio. Mikäli tytäryritys käyttää emoyhtiön kirjanpitovaluuttaa myös omana kirjanpitovaluuttana, kaikki transaktioihin liittyvät valuuttamuutokset heijastuvat suoraan emoyhtiön tuloslaskelmaan. Valuuttakurssien vaihtelulta suojautumisella tässä tilanteessa voi olla merkitystä emoyhtiön arviointiin muun muassa luottoluokittajien osalta.

Mielenkiintoisen valuuttasuojauksen eri ulottuvuuksien pohdinnasta tekee, kun vertaillaan transaktio- ja translaatoriskiä rinnakkain. Yrityksen johdon on melkein mahdollista rajata sekä transaktio- että translaatoriskiä pois. Toiselta riskiltä suojautuminen melkein välittömästi lisää toiselle riskille altistumista. Yksinkertaisin tapa olisi käyttää koko yhtiössä yhtä valuutta kirjanpitovaluuttana. Tämä kuitenkin lisää tytäryrityksiin

kohdistuvaan transaktioriskin määrään. Transaktio- ja translaatoriskin suojautumisen problematiikkaa voidaan kuvailla käytännön esimerkin kautta. Kuvitellaan tilanne, jossa eurooppalainen emoyhtiö ohjeistaa sen japanilaista tytäryritystään, jolla on kirjanpitovaluuttana japanin jenit, laskuttamaan myyntinsä emoyhtiöön euroissa. Japanilaisen tytäryhtiön myyntisaamisten tili lisääntyy tällöin emoyhtiöltä laskutetulta euroilla, mutta japanilaisen tytäryhtiön kirjanpidossa myynti näkyy muunnettuna japanin jeneihin. Tilanteessa syntyy tytäryhtiölle transaktioriskiä, koska laskutus tapahtuu euroissa. Mikäli jeni vahvistuu 5 prosenttia, emoyhtiö kuitenkin maksaa tytäryhtiölle sovitun euron määrän, jolloin tytäryhtiön myynnistä saamat jenit vähenevät 5 prosenttia verrattuna myyntihetken tilanteeseen. Toisin sanoen jenejä kirjanpitovaluuttana pitävä tytäryritys kärsii 5 prosentin valuuttakurssitappion euroissa tapahtuneen myynnin seurauksena. Valuuttakurssitappion seurauksena myynnin tuotto japanilaiselle tytäryritykselle pienenee, joka heikentää tytäryrityksen kokonaistulosta jeneissä. Valuuttakurssimuutoksen seurauksena heikentynyt tytäryhtiön tulos muunnetaan lopulta euroiksi, kun tytäryrityksen tulos yhdistetään tilinpäätöksen konsernitilinpäätöksessä. Lopullisesti valuuttakurssitappio näkyy konsernitilinpäätöksessä euroissa. (Hagelin & Pramborg 2004 15–16; Eiteman ym. 2007, 351–352.)

Konsernin johto voi pyrkiä eliminoimaan transaktioriskin, jonka seurauksena translaatoriski puolestaan lisääntyy. Transaktioriskiä voidaan helpoiten vähentää käyttämällä mahdollisimman monipuolisesti paikallisia valuuttoja, joilla yrityksessä tehdään transaktioita. Useiden valuuttojen käyttäminen konsernissa puolestaan tarkoittaa, että lopullista konsernitilinpäätöstä tehdessä muodostuu huomattava määrä translaatoriskiä ympäri konsernia useiden eri valuuttojen käytön seurauksena. (Eiteman ym. 2007, 352.)

Kansainvälisessä toiminnassa yritykset tyypillisesti vähentävät mieluummin transaktioriskiä kuin translaatoriskiä. Transaktioriskien tappiot käsitellään todellisina tappioin kirjanpidossa, joilla on vaikutusta myös yrityksen verotukseen. Translaatoriskit johtuvat tappiot ovat puolestaan kirjanpitoikäytännöistä johtuvia tappioita, joita ei verotuksessa tyypillisesti huomioida, koska niillä ei ole suoranaista vaikutusta yrityksen todellisiin rahavirtoihin. Tieteellisessä kirjallisuudessa on pitkään käyty keskustelua tulisiko valuuttakurssien muutoksiin liittyviä suojautumistekniikoita, jotka edellyttävät rahasuorituksia ja tätä kautta vähentävät todellista rahavirtaa yrityksessä, käyttää kirjanpidollisilta tappioilta suojautumiseen. (Glaum 1990, 66.)

5 JOHDANNAISINSTRUMENTTIEN VEROTUS ELINKEINOVEROLAIN MUKAAN

5.1 Yleistä elinkeinotulon verotuksesta

Verojärjestelmien taustalla on aina jonkinlainen tulokäsitys. Talousteoreettisessa kirjallisuudessa on esitetty useita enemmän tai vähemmän toisistaan poikkeavia tuloteorioita. Von Schanzin 1800-luvun lopussa esittämä varallisuusteoria on näistä yksi vanhimmista, jonka mukaan tuloa on tietyn ajanjakson kuluessa tapahtunut puhdas varallisuuden lisäys. 1930-luvulla Fisher esitti tästä poikkeavan näkemyksen. Fisher näki tulon muodostuvan yritysten saamien suoritusten ja antamien vastasuoritusten tuloksena määritellen tuloksen mikä kulutetaan. Fisherin tulon ja kulutuksen rinnastava tulomääritelmä on nähty kuitenkin suppeana, koska se jättää säästämisen tulon määrittelyn ulkopuolelle. Absoluuttisen tuloteorian mukaan tulo on pääoma-arvon korko. Pääoma-arvolla kuvataan yrityksen odottamien suoritusten diskontattua nykyarvoa laskentakorolla laskettuna. Absoluuttisen tuloteorian mukaan tuloa on siis tuotantotekijöistä nettotulojen pääoma-arvolle laskettu korko. (Andersson & Penttilä 2014, 4–7.) Kuten voidaan huomata, tulon käsitteiden kautta voidaan huomata, että tulon määrittely ei ole täysin yksinkertaista. Suomalaisessa elinkeinoverotuksessa on havaittavissa viitteitä Von Schanzin varallisuusteoriasta kuin myös absoluuttisesta tuloteoriasta (Kukkonen & Walden 2015).

Hyvällä verojärjestelmällä voidaan kuvata eräänlaista lainsäädännön ideaalimallia. Lainsäädännön ideaalimalli on kuitenkin haasteellista toteuttaa, sillä lainsäädäntöön vaikuttavat monet eri tekijät. Hyvässä verojärjestelmässä tavoitteet ovat osittain ristiriitaisia, jonka myötä ideaalimallin käytännön toteuttaminen muodostuu haasteelliseksi. (Myrsky & Malmgrén 2014, 1.) Tämän lisäksi verojärjestelmää kehitettäessä on otettava huomioon veropolitiikan kuuluminen osaksi talouspolitiikkaa. Verojärjestelmän tavoitteet voidaan jakaa neljään ryhmään: fiskaalinen tavoite, jakopoliittinen tavoite, ohjaava tavoite ja eri politiikan alueiden verotukselle asettamat tavoitteet. (Malmgrén & Myrsky 2017, 500.)

Vero-oikeus on osa finanssioikeutta, jonka toinen osa-alue on finanssihallinto-oikeus. Vero-oikeus koostuu normeista, jotka koskevat tulojen hankkimista julkisyhteisöille. Finanssihallinto-oikeus puolestaan koostuu normeista, jotka sääntelevät julkisyhteisöjen varainkäytön suunnittelua, varoista päättämistä ja varojen käytönvalvontaa. Vero-oikeutta on mahdollista systematisoida usealla tavalla. Melko tavanomaista on jakaa vero-oikeus verolajikohtaisesti tuloverotukseen, arvonlisäverotukseen, perintö- ja lahjavero- tukseen jne. Näiden sisällä voi sen lisäksi olla verolakikohtaisia jaotteluja, kuten elinkeinotulon verotus ja maatalouden tulon verotus. (Myrsky & Rabinä 2015, 1.)

Verotuksen kannalta keskeisin tavoite on fiskaalinen eli verotulojen kerryttäminen. Fiskaaliseen tavoitteeseen liittyy verotulojen turvaaminen ja veropohjan rapautumisen välttäminen. Kansainvälisillä hankkeilla on pyritty rajoittamaan muun muassa aggressiivista verosuunnittelua ja torjumaan kansallisen veropohjan rapautumista. Esimerkkeinä tällaisista hankkeista voidaan mainita Euroopan unionin komission 6.12.2012 antama tiedonanto Toimintasuunnitelma veropetosten ja veronkierron torjunnan tehostamiseksi KOM (2012) ja OECD:n (taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö) hanke Base Erosion and Profit Shifting (BEPS). Verotuksellisia ongelmakohtia pyritään ratkaisemaan usein kansainvälisesti, jolloin saavutetaan myös yhdenmukaisempi lainsäädäntö eri valtioiden välillä. Yhdenmukainen lainsäädäntö auttaa hillitsemään valtioiden välistä verokilpailua ja turvaa verotulojen kertymistä eri maissa. (Myrsky & Malmgrén 2014, 662.) Verojärjestelmä on siis lopulta pienimuotoinen kompromissi erilaisten sille asetettujen tavoitteiden välillä. Hyvän verojärjestelmää kuvailevina piirteinä voidaan pitää muun muassa tehokkuutta, neutraaliutta, oikeudenmukaisuutta, yksinkertaisuutta, ennustettavuutta ja hallinnollista toimivuutta. Hyvä verojärjestelmä ei saa olla talouskasvun esteenä, vaan sen tulee tukea työllisyyttä, kilpailukykyä ja täyttää fiskaaliset tavoitteet verotulojen kertymisestä (Myrsky & Malmgrén 2014, 1).

Vallitsevalla poliittisella ja taloudellisella ilmapiirillä on vaikutus myös toteutettavaan veropolitiikkaan. Veropolitiikka puolestaan vaikuttaa siihen millaisia tavoitteita painotetaan verojärjestelmän kehittämisessä. Verojärjestelmälle asetetuilla tavoitteilla on merkitystä yrityksille verotuksen kautta. (Myrsky & Malmgrén 2014, 1–3.) Suomen liittyttyä Euroopan unioniin verotuksen merkitys talouspolitiikan ohjauskeinona on kasvanut, koska suurin osa muusta talouspolitiikasta päätetään jäsenvaltioiden kesken yhteisesti ja rahapolitiikasta puolestaan päätetään rahaliittoon kuuluvien maiden eli euromaiden kesken. Näin ollen verojärjestelmän kehittämisen vaikuttavat merkittävästi myös SEUT:n ja ETA-sopimusten säännökset, joiden noudattamista Euroopan unionin jäsenvaltioissa valvoo Euroopan unionin komissio. Veroasiat tulevat EU-tuomioistuimen ratkaistavaksi, joko komission rikkomusmenettelyssä nostaman kanteen tai jäsenvaltion tuomioistuimen jättämän ennakkoratakuhakemuksen kautta. SEUT- ja ETA-sopimukset rajaavat jäsenvaltioissa tehtäviä verolainsäädännön muutoksia, sillä jäsenvaltioissa kansalliseen tilanteeseen sovellettavaa säännöstä on sovellettava myös rajat ylittävään tilanteeseen. (Myrsky & Malmgrén 2014, 663.)

Viime vuosille tyypillistä on ollut verojärjestelmän kehittäminen taloudellisia kannustimia lisäämällä, joiden tarkoitus on verotusta keventämällä lisätä taloudellista aktiviteettia kuitenkin verotuksen fiskaaliset tavoitteet huomioiden. Julkistaloudessa koettu usean vuoden jatkunut alijäämä on määritellyt myös toteutettavaa talouspolitiikkaa, jonka myötä verotuksen rakennetta on haluttu kehittää kasvumyönteisempään suuntaan. Verotuloista ei ole kuitenkaan haluttu luopua vaan verotuksen painotusta on siirretty kasvuhakuisemmaksi, joten verojärjestelmän tavoitteet työllisyyttä ja kilpailukykyä tukevista

päämääristä ovat korostuneet. Verojärjestelmän kehittämisessä joudutaan myös huomioimaan kansainvälinen verokilpailu, jonka seurauksena eri maiden verojärjestelmien kehityksellä on vaikutusta myös Suomen verojärjestelmään. (Myrsky & Malmgrén 2014, 1–3.)

Verovelvollisen kannalta hyvä verojärjestelmä on neutraali ja ennakoitava. Ennakoitavaa verotusta voidaan kuvata myös termillä oikeusvarmuus. Neutraaliverotus ei ohjaa verovelvollisen päätöksentekoa. Neutraalissa järjestelmässä verotus ei vaikuta verovelvollisen käyttäytymiseen ja taloudelliset päätökset perustuvat muille kuin verotukseen liittyville tekijöille. (Nuotio 2012, 18.) Neutraalin verotuksen myötä talouden voimavarat keskittyvät parhaiten tuottaviin kohteisiin. Voimavarojen väärä kohdentuminen aiheuttaa tehokkuustappioita sitä kautta, että koko talouden ja talouskehityksen kannalta huonompia investointeja toteutetaan parempien kustannuksella ja kansantalouden investointien keskimääräinen tuotto alenee. Neutraalin verotuksen tilanteessa vero ei vaikuta tuotannon tekijöiden, kuten työn ja pääoman, suhteellisiin hintoihin. Neutraali verotus ei myöskään tee eroa yrityksen käyttämien rahoituslähteiden välille. Verotuksen ohjaava rooli korostui niin Suomessa kuin monissa muissakin maissa 1960-luvulta 1980-luvulle. Tämän jälkeen verotusta on uudistettu ja tehdyillä veromuutoksilla on pyritty muokkaamaan verotusta kohti neutraliteettia. Yhtenä kehityksen muuttumiseen vaikuttavana tekijänä oli, että verotuksen ohjaavuudella ei usein pystytty saavuttamaan tehokkaasti sille asetettuja tavoitteita ja ohjaavan verotuksen vääristävä vaikutus markkinoille saattoi muodostua merkittäväksi. Vaikka verotuksen yksi päämääristä on neutraalius, on verotuksella usein tavalla tai toisella vaikutusta taloudelliseen käyttäytymiseen. (Myrsky & Malmgrén 2014, 3–4.)

Verotuksen ollessa oikeusvarmaa veroratkaisut ovat lainmukaisia ja verovelvollisella on mahdollisuus ennakoida veroratkaisujen sisältö. Oikeusvarmuutta laajasti kuvailtaessa siihen sisältyy myös tulevan verolainsäädännön ennakoitavuus, jolloin verovelvollisella on mahdollisuus arvioida taloudellisen käyttäytymisensä verokohtelua myös tulevaisuudessa. Oikeusvarmuuden toteutumisen kannalta on merkittävää, että verolainsäädäntö olisi mahdollisimman kattavaa. Kattavassa lainsäädännössä kaikki merkittävimmät ajateltavissa olevat verovelvollisen käyttäytymismuodot on huomioitu säädöksin. Verolainsäädäntöön mahdollisesti jääneiden aukkojen seurauksena, verovelvollisilla ei voi olla täyttä varmuutta heidän taloudellisten päätöstensä verotuksellisista seuraamuksista. Lain mahdollisimman selkeä muoto auttaa myös oikeusvarmuuden ja ennakoitavuuden toteutumisessa. Verolainsäädännön neutraaliuden, ennustettavuuden ja oikeusvarmuuden lisäksi hyvä verojärjestelmä on myös mahdollisimman ehyt. Toisin sanoen verolainsäädännön ei tulisi sisältää yllättäviä veroansoja. (Nuotio 2012, 18–19.)

Suomalaisen yritysverotusjärjestelmän peruslähtökohta on yhteisöjen, kuten osakeyhtiöiden, erillinen verovelvollisuus tuloverotuksessa. Henkilöyhtiöiden verotusasema on vaihdellut, ja voimassa olevassa järjestelmässä ne ovat verotuksessa laskentayksiköitä,

joiden tulos verotetaan yhtiömiesten tulona. Lisäksi yritystoimintaa voidaan harjoittaa toiminimen muodossa liike- tai ammattitoimintana. (Myrsky & Malmgrén 2014, 2.) Verotuksellisesti mielenkiintoisia tilanteita syntyy silloin, kun joudutaan arvioimaan mitä verolakia sovelletaan käsiteltävässä tapauksessa. Keskeinen kysymys tällöin on: onko tulo elinkeinotuloa vai muuta tuloa? Yksittäistapauksissa sovellettavan tuloverolain valinnalla voi olla merkittäviä verotuksellisia seurauksia. Rajanvetotilanteita syntyy niin luonnollisen henkilön, henkilöyhtiön kuin myös osakeyhtiön verotuksessa. Rajanvetotilanteissa voi olla kysymys siitä onko luovutusvoitto kokonaan verovapaata tai veronalaista tuloa. (Ossa 2014.)

Käytössä oleva yritysverotusjärjestelmä perustuu nettovoiton määrittelyyn eli verotuksen perusteena on tietyllä tavalla laskettu nettotulo. Periaatteen taustalla on veronmaksukykyisyyden huomioiminen. Maksukykyisyysvaatimukseen liitetään tuloverotuksessa yleensä myös vaatimus tulon realisoitumisesta. Periaatteen mukaan arvonnousujen seurauksena syntyneitä varallisuuden lisääntymisiä ei tule verottaa ennen niiden realisoitumista. Poikkeuksen realisoitumisperiaatteesta yritysverotuksessa muodostavat maastapoistumisverot. Verotuksen avulla voitaisiin kehittää myös monen muunlaisia menetelmiä yritysten verottamiseksi. 1980-luvulla käytiin keskusteluja, joissa tuotiin esille myös muita yritysveromalleja, kuten yrityksen sidottuun pääomaan perustuva malli, liikevaihdon ja palkkojen erotukseen perustuva malli, jalostusarvoon ja palkkojen erotukseen perustuvat mallit ja rahavirtaveromallit. (Myrsky & Malmgrén 2014, 9.)

5.1.1 Suomalaisen lainsäädännön kehitys elinkeinoverolain voimassaoloaikana ja lainsäädännön laatuun ja määrän kohdistunut kritiikki

Suomalainen lainsäädäntö on kokenut merkittäviä muutoksia elinkeinoverolain voimassaoloaikana, muun muassa lisääntyneen kotimaisen lainsäädännön ja kansainvälistymisen muodossa (Myrsky & Malmgrén 2014, 1–3). Elinkeinoverolain johdannaisia koskevassa lainsäädännössä kansainvälistyminen näkyy Euroopan unionin lainsäädännön myötä kansainvälisten kirjanpitosstandardien vaikutuksena lakiin. Kansainvälinen kirjanpitosstandardi vaikuttaa ensisijaisesti kirjanpitolakiin, jolla on puolestaan heijastusvaikutuksia elinkeinoverolakiin, esimerkiksi johdannaisten määritelmien osalta. (Harsu 2011 56–59.)

Suomalaisen lainsäädännön määrä on lisääntynyt huomattavasti 1960-luvulta alkaen. 2000-luvun alussa säädösten määrä oli noin kaksinkertainen verrattuna vuoteen 1950. Yksittäisten säädösten lisäksi merkittävää kasvua on tapahtunut myös säädösten keskimääräisessä sivumäärässä, joka on noin kolminkertainen verrattuna vuoteen 1950. Tämän lisäksi on huomioitava vielä valtiosopimukset ja niitä koskevat päätösten määrän kasvu. (Tala 2005a, 215–219; Tarasti 2002, 575.) Suomen liittyttyä Euroopan unioniin vuonna

1995 huomioon otettavaksi tuli vielä noin 60 000 sivua EU-lainsäädäntöä (HE 135/1994, 6). Kansainvälistyminen ja etenkin EU-jäsenyys ovat lisänneet normituotantoa merkittävästi ja näin vaikuttaneet Suomen oikeusjärjestyksen sisältöön. Kaiken kaikkiaan noin kaksi kolmasosaa laajemmista lakiesityksistä Suomessa liittyy EU:n taholta tulevaan sääntelyyn. (Tala 2005b, 1165–1187; Hankilanoja 2014, 21.)

Suomi kuuluu Länsi-Euroopan lainsäädäntöintensiivisimpiin maihin (Wiberg 2004; Hankilanoja 2014, 21). Vuosina 1945–2002 muutoslakeja tai lisäyksiä aiempaan säädökseen tehtiin yli 13 000. Valtaosa (73 prosenttia) uudistuksista oli muutoslakeja, joilla pyrittiin kehittämään aiemmin vallinnutta oikeustilaa, seuraavina tulivat korvaavat kokonaislait (10,9 prosenttia) ja kokonaan uuden alan sääntely (6,7 prosenttia). Säädettyistä säännöksistä vain noin yksi prosentti on ollut kumoavia säännöksiä, joiden yhteydessä ei ole ehdotettu uutta säännöstä kumotun tilalle. Hallitus on 2000-luvulla esittänyt eduskunnan käsiteltäväksi vuosittain noin 300 lakiesitystä, jotka pääsääntöisesti ovat olleet muutosehdotuksista jo voimassa oleviin lakeihin. Tämän lisäksi tulevat eurooppaoikeuteen liittyvät säännökset ja kansainväliset sopimukset. Oikeudellisen sääntelyn määrä on ollut pitkään kasvussa. Oikeusministeriön pykälätuotannon kasvu on alkanut jo vuodesta 1980 ja sisäasiainministeriön vuodesta 1990. (Tala 2005a, 4–11 ja 216–217; Wiberg 2004, 24, 30 ja 49; Hankilanoja 2014, 21–22.)

Sääntelyn määrän lisääntyessä arvostelun kohteena on lainsäädännön laadun ja vaikutusten lisäksi myös lainsäädännön määrä (Tala 2005a). Laajentuneen sääntelyn seurauksena lainsoveltajat tai jopa lainlaatijat eivät aina osaa tulkita oman toimintansa laajempia yhteyksiä (Laitinen 2002, 10). Lainsäädäntöön kohdistuva arvostelu on koskenut usein EU:n taholta tulevaa uutta sääntelyä. Lainsäädännön arvostelua aiheuttavat myös valmisteltavan säädöksen sisältöön kohdistuvat erimielisyydet ja uuden lainsäädännön mahdollisesti tuomat uudet ja vaikeammin ratkaistavat tulkintaongelmat (Hankilanoja 2014, 22–23). Oikeudellisen sääntelyn kasvanut määrä on merkinnyt kansalaisten, yhteisöjen ja oikeudellisten toimijoiden kannalta sitä, että he yhä useammin kohtaavat kysymyksiä sääntelyn toimivuudesta ja vaikutuksista. Lainsäädäntöön kohdistuvan arvostelun seurauksena niin Suomessa kuin myös EU:ssa on ryhdytty toimenpiteisiin lainsäädännön laadun parantamiseksi ja liiallisen sääntelyn karsimiseksi. (Hankilanoja 2014, 22–23.)

5.2 Elinkeinoverotuksen oikeuslähteet

Oikeuslähdeoppi on oppi oikeuslähteistä. Oikeuslähdeoppi voidaan ymmärtää sekä suppeasti että laajasti. Oikeuslähdeopilla tavallisimmin viitataan sääntöihin ja periaatteisiin, joiden avulla erilaisista oikeudellisista lähteistä löydettäviä kannanottoja tulisi arvioida, verrata toisiinsa ja tulkita. Suppean käsityksen mukaan oikeuslähdeoppi on oppi oikeudellisen tulkinnan perusteista ja perustelemisesta. Laajassa käsityksessä

oikeuslähdeoppiin sisällytetään myös oikeuslähteiden käyttösäännöt ja yleistä oikeudellista harkintaa ohjaavat harkintanormit. Laajassa käsityksessä oikeuslähdeopista on löydettävissä säännöt ja periaatteet, joiden avulla erilaisista oikeudellisista lähteistä löydettäviä kannanottoja tulisi arvioida, verrata toisiinsa ja tulkita. Toisin sanoen oikeuslähdeoppi kertoo millä tavalla ja missä järjestyksessä oikeuslähteitä tulisi käyttää. (Aarnio 2006, 287; Myrsky 2011, 18–19.)

Oikeuslähdeoppi kuuluu oikeustieteen ydinalueeseen, jonka avulla selvitetään lähteitä, joista päätöksentekijät saavat lainmukaisen perustan ratkaisuilleen. Oikeusjärjestys ja oikeuslähteet liittyvät tiivistä toisiinsa. Oikeuslähteiden avulla tuomioistuimet, hallintoviranomaiset ja kansalaiset tunnistavat sen, mikä on voimassa olevaa oikeutta. Oikeuslähteillä tyypillisesti tarkoitetaan sitä aineistoa, josta lainsoveltajat, kuten viranomaiset ja tuomioistuimet, ratkaisuja tehdessään saavat kulloinkin vaadittavan oikeusohjeen. Oikeuslähteitä tulkitsemalla pitäisi olla aina mahdollista osoittaa mikä on voimassa oleva oikeudenmukainen kanta eli ”voimassa oleva oikeus” oikeusjärjestyksen mukaan käsiteltävään verotusta koskevaan tulkintaongelmaan. (Myrsky 2011, 17–19; Myrsky & Malmgrén 2014, 17.) Oikeuslähteenä voidaan pitää kaikkia sellaisia argumentteja (oikeudellinen perustelu), jonka perusteella ratkaisu tai oikeustieteellinen kannanotto joko löydetään tai oikeutetaan juridisena ratkaisuna tai argumenttina. Oikeuslähteen käsitteestä on syytä erottaa oikeuslähteen painoarvo. Oikeuslähteellä voi olla positiivinen tai negatiivinen painoarvo suhteessa oikeudelliseen ratkaisuun tai kannanottoon. Oikeuslähteen painoarvo on positiivinen, jos se vahvistaa ratkaisua tai kannanottoa. Negatiivinen painoarvo puolestaan vähentää ratkaisun tai kannanoton uskottavuutta. Joskus voi olla tilanteita, että oikeuslähde seuraa suoraan lakitekstiä ja on annettu vain lakitekstiä selventävänä ennakkoratkaisuna. Tällöin oikeuslähteellä ei ole painoarvoa suhteessa tulkittavaan asiaan. (Aarnio 2006, 287.)

Perinteinen oikeuslähteiden jaottelu sisältää kirjoitetun lain, tavanomaisen oikeuden, oikeuskäytännön – sisältäen prejudikaatit eli ennakkopäätökset – lain esityöt ja oikeustieteen. Luettelo kuvaa samalla etusijajärjestystä, sillä laki on aina ensisijainen oikeuslähde. Kirjoitettu laki ja oikeudellisten päätösten myötä muodostunut tavanomainen oikeus katsotaan myös olevan juridisesti sitovia oikeuslähteitä, kun taas muut luettelon oikeuslähteet ovat tosiasiallisia oikeuslähteitä. (Myrsky & Malmgrén 2014, 18.)

Oikeuslähteet voidaan nykyään jakaa kotimaisiin oikeuslähteisiin ja muihin oikeuslähteisiin kuten unionin oikeuslähteet. (Myrsky & Rabinä 2015, 3). EU-jäsenyyden myötä Suomeen on tullut uusia oikeuslähteitä, joihin liittyy välittömän soveltamisen ja ensisijaisuuden periaatteet. EU:hun liittymisen myötä suomalainen oikeudellinen ”pelikenttä” eli oikeuslähdeoppi ja tulkintatraditio ovat kokeneet muutoksia. Voidaan tulkita, että Suomen liittyttyä EU:n jäsenvaltioksi ei ole ollut kyse pelkästään siitä, että kansalliseen oikeuteen on tuotu EU-oikeuden myötä uutta aineistoa, vaan EU-oikeus on myös muokannut suomalaista oikeuslähdeoppia ja tulkintatraditiota. (Raitio 2017, 105.) EU:n

jäsenvaltioiden verojärjestelmät ovat perinteisesti poikenneet toisistaan. EU:ssa on kuitenkin pidetty välttämättömänä jäsenvaltioiden välisten verojärjestelmien erojen tasoittamista tehokkaiden sisämarkkinoiden saavuttamiseksi. (Myrsky & Malmgrén 2014, 18.) Tehokkaiden sisämarkkinoiden päämääränä on tavaroiden, henkilöiden, palveluiden ja pääomien vapaa liikkuvuus. Päämäärään on pyritty usein eri keinoin, kuten esimerkiksi poistamalla tulleja ja muita kaupanesteitä jäsenvaltioiden välillä ja vähentämällä byrokraattisia esteitä työvoiman vapaan liikkuvuuden osalta. (Malmgrén & Myrsky 2017, 127.)

EU-oikeuden merkityksen kasvu voidaan havaita useiden EU-tuomioistuimen ratkaisujen kautta. Euroopan unionin jäsenyyden myötä Suomessa sovellettava oikeus muodostuu sekä EU-oikeudesta että kansallisesta oikeudesta, jonka seurauksena oikeuslähteet voidaan jakaa kotimaisiin oikeuslähteisiin ja muihin oikeuslähteisiin. Muista oikeuslähteistä keskeisimpiä ovat EU-oikeuslähteet. Näin ollen suomalaisten viranomaisten ja suomalaisten oikeusistuinten on otettava huomioon ja sovellettava myös EU-lainsäädäntöä ja oikeuskäytäntöä. (Myrsky & Malmgrén 2014, 18.)

EU-oikeus jaetaan ensisijaiseen eli primäärilainsäädäntöön ja johdannaiseen oikeuteen eli sekundaarilainsäädäntöön. Ensisijaista oikeutta on muun muassa EU:n perustamissopimuksen korvannut SEUT. Johdannaiseen oikeuteen puolestaan kuuluvat yhteisön toimielinten antamat säädökset eli asetukset, direktiivit ja päätökset (Malmgrén & Myrsky 2017, 140–155). Jäsenvaltioita on myös ohjattu verotuksen yhtenäistämiseen vapaaehtoisesta yhteistyön pohjalta. EU-asetukset ovat voimaan tullessaan sellaisenaan sitovia, eikä niitä käsitellä erikseen jäsenvaltioiden parlamenteissa eikä niitä julkaista jäsenvaltioiden säädöskokoelmissa. Direktiivit ovat jäsenvaltioihin kohdistuvia lainsäädäntövelvoitteita, jotka velvoittavat jäsenvaltiota säätämään lain tiettyjen periaatteiden mukaisesti. Päätökset puolestaan sitovat niitä, joille ne on osoitettu. Johdannaista oikeutta ovat myös suosituksukset ja lausunnot, joilla ei kuitenkaan ole sitovaa vaikutusta. (Myrsky & Malmgrén 2014, 19–20.)

EU-tuomioistuimen ratkaisulla on merkitystä lain soveltamisesta jäsenvaltioissa, koska yhteisön oikeudella on ristiriitatilanteissa etusija suhteessa kansalliseen lainsäädäntöön. Näin ollen EU-tuomioistuimen ratkaisut ohjaavat jäsenvaltioissa tapahtuvaa lainkäyttöä ja viranomaistoimintaa. EU-oikeudella on myös tulkintavaikutus suhteessa kansalliseen lainsäädäntöön. Tämän perustella kansallisia säännöksiä tulee soveltaa yhteensopivasti EU-oikeuden kanssa. Periaatteella on merkitystä tilanteessa, jossa EU-oikeutta ja kansallista oikeutta sovelletaan samanaikaisesti, mutta jossa EU-normilla ei ole kansallista oikeutta syrjäyttävää vaikutusta. Tilanteessa kansallista oikeutta tulisi tulkita niin, että se parhaiten toteuttaa tapaukseen myös sovellettavan EU-normin tarkoituksen. (Myrsky & Malmgrén 2014, 20–21.)

5.2.1 *Lainsäädäntö*

Julkisen vallan käytön tulee perustua lakiin. Kaikessa julkisessa toiminnassa on noudatettava tarkoin lakia. Tästä oikeusvaltioperiaatteesta ja siihen olennaisesti liittyvästä hallinnon lainalaisuuden periaatteesta säädetään perustuslain 2.3:ssa. (Myrsky & Rabinä 2015, 215.) Toisin sanoen verotus perustuu PeL 81 §:n mukaan lainsäädäntöön. Eduskunta säättää verotuksen määrittävät normit, joihin verovelvolliset ja viranomaiset, kuten Verohallinto ja hallinnolliset tuomioistuimet toiminnassaan nojautuvat. Laki ilmentää verovelvollisuutta, tulon veronalaisuuden perusteita ja osoittaa riittävät oikeussuojakeinot. (Myrsky & Malmgrén 2014, 21.)

5.2.2 *Oikeuskäytäntö ja tavanomainen oikeus*

Tavanomaisella oikeudella viitataan pitkään jatkuneeseen vakaaseen oikeudellisten päätösten – esimerkiksi verotuspäätösten – muodostamaan oikeuskäytäntöön. Tavanomaiseen oikeuslähteeseen viitattaessa oikeuslähteenä ei ole esimerkiksi yksittäinen ennakkopäätös sinänsä vaan useammasta samansuuntaisesta ratkaisusta ilmeneva oikeusohje. Selkeää rajaa oikeuskäytännön ja tavanomaisen oikeuden välille on kuitenkin mahdotonta määritellä, sillä raja oikeuskäytännön ja tavanomaisen oikeuden välillä on epämääräinen ja vaihteleva. Tavanomaisen oikeuden sitovuutta on perusteltu tarpeesta säilyttää oikeusvarmuus. Mikäli tiettyä tapaa tai lainkäyttöä on sovellettu kauan käytännössä, sen sitovuutta oikeusohjeena on pidetty perusteltuna. Vero-oikeuden kohdalla on kuitenkin tavanomaisen oikeuden käyttöön liittyvää poikkeavuutta, sillä verotuksesta säädetään lailla, jolloin tavanomaisen oikeuden merkitys verotuksen oikeuslähteenä on jäänyt muita oikeuden aloja vähäisemmäksi. (Myrsky & Malmgrén 2014, 23.)

Korkeimman hallinto-oikeuden (KHO) lainkäyttöpäätökset muodostavat tärkeimmän osan viranomaisia koskevasta oikeuskäytännöstä. Etenkin tuomioistuimen vuosikirjassa julkaistut ratkaisut sisältävät keskeistä informaatiota oikeuskäytännöstä. hallintotoiminnan kannalta tärkeään oikeuskäytäntöön voidaan laajassa mielessä lukea myös hallinnon yleisten laillisuusvalvojien eli eduskunnan oikeusasiamiehen ja valtioneuvoston oikeuskanslerin ratkaisut. (Mäenpää 2017, 181.)

Prejudikaateilla verotuksessa ymmärretään yleensä KHO:n julkaisemia päätöksiä, jotka on tarkoitettu ohjeeksi muita samankaltaisia asioita ratkaistaessa. Joskus myös keskusverolautakunnan (KVL:n) ennakkoratkaisuja ja alueellisten hallinto-oikeuksien päätöksiä saatetaan pitää prejudikaatteina. (Myrsky & Malmgrén 2014, 23.) Yleisenä lähtökohtana kuitenkin on, että hallinto-oikeudelliseen oikeuskäytäntöön kuuluvaa ratkaisua ei voida pitää viranomaisen tulevaa päätöksentekoa tai muuta oikeudellista toimintaa sitovana ennakkopäätöksenä (Mäenpää 2017, 181). Prejudikaateilla on verotuksen

oikeuslähteiden osalta kuitenkin korostettu merkitys verrattavissa muihin oikeudenaloihin. Viranomaiset ja alemmat tuomioistuimet pitävät tarkoituksenmukaisena noudattaa samaa tulkintaa, jonka KHO on omaksunut ratkaisussaan. Tämä on perusteltua, sillä jos alemman viranomaisen päätös on ristiriidassa KHO:n päätöksen kanssa ja siitä valitetaan, niin viimeistään KHO:ssa ratkaisu muuttuu tuon ennakkopäätöksen mukaiseksi. (Myrsky & Malmgrén 2014, 25.)

Mikäli lainsäädäntö jättää vain vähän tulkinnan varaa, menettävät muut oikeuslähteet merkitystään ja päinvastoin. Eri oikeuslähteiden merkitys vaihtelee käsiteltävän asian mukaan, jolloin yhden oikeuslähteen merkityksen vähäisyys saattaa kompensoitua toisen oikeuslähteen merkityksen kasvulla. Näin ollen eri oikeuslähteiden merkitys voi olla erilainen riippuen esimerkiksi verolajista. Prejudikaattien vaikutus voi ulottua myös muiden oikeuslähteiden alueelle, jolloin uusi lainsäädäntö saattaa perustua oikeuskäytännön koontamiseen, eli hajallaan eri oikeuslähteissä olevia käytäntöjä kootaan laiksi. Prejudikaattien tulkinnalla on ollut tärkeä osa vero-oikeudellisessa tutkimuksessa ja Verohallinnon ohjeet ovat usein pohjautuneet oikeuskäytännön ratkaisuihin. (Myrsky & Malmgrén 2014, 23–24.)

Prejudikaattien merkitys verotuksen säädösten tulkinnassa pohjautuu useaan eri syyhyn, joita ovat esimerkiksi talouselämän ja lainsäädännön nopea muuttuminen ja pelkistetty lainkirjoitustekniikka. Pelkistetty lainkirjoitustekniikka perustuu tavoitteeseen, jossa yksittäisellä säännöksellä pyritään säätelemään monia erilaisia tilanteita ja asioita. Myös poliittiset paineet saattavat johtaa siihen, että lainvalmistelun yhteydessä tietty ongelmalliseksi koettu asia jätetään tietoisesti avoimeksi. Vero-oikeuden kohdalla prejudikaattien merkityksen korostuminen voi johtua myös siitä, että vero-oikeus – toisin kuin monet muut oikeuden alat – kohdistuu kansalaisten ja yritysten jokapäiväiseen toimintaan. (Myrsky & Malmgrén 2014, 24.)

Tiivistettynä, vaikka prejudikaateilla on tärkeä merkitys vero-oikeuden tulkinnassa, eivät ne kuitenkaan muodollisesti sido veroviranomaisia eivätkä hallintotuomioistuimia. Käytännössä verotuksellisen ongelman ratkaisu voi perustua siihen, että otetaan kanta ensin kaikkien veroasian ratkaisemisessa tarpeellisten näkökohtien mukaan ja lopullista tulkintaa verrataan mahdollisesti löytyvillä KHO:n päätöksillä, mikäli heti verotuksellisen ongelman ilmetessä ei ole löydettävissä täysin samanlaista KHO:n päätöstä. (Myrsky & Malmgrén 2014, 24.)

5.2.3 Verohallinnon ohjeet ja oikeuskirjallisuus

Verohallinnon ohjeet, tiedotteet ja muu tiedonanto ohjaavat omalta osaltaan vero-oikeuden tulkintaa. Verohallinnon ohjaus saa oikeudellista merkitystä verotusmenettelylain ja hallintolain luottamuksen suojan kautta. (Myrsky & Malmgrén 2014, 25.) Hallinnon

lainalaisuusperiaate edellyttää julkisen vallan käytön perustuvan eduskunnan säätämään lakiin. Myös viranomaisen toimivalta on siten määriteltävä lailla, ja toimivaltainen viranomainen on määriteltävä lailla yksiselitteisesti tai muuten täsmällisesti. (Mäenpää 2017, 181.)

Verohallintolain (503/2010) 2.2 §:n mukaan Verohallinnon on edistettävä oikeaa ja yhdenmukaista verotusta sekä kehitettävä Verohallinnon palvelukykyä. Lain asettaman vaatimuksen myötä Verohallinto julkaisee ohjeita, jotka ovat kuitenkin vain nimensä mukaisesti ohjeita, eivätkä sitovia normeja. Verohallinnon julkaisemalla ohjeella ei voida korvata lainsäädäntöä. Vaikka Verohallinnon julkaisemat ohjeet eivät ole sitovia, ovat alemmat viranomaiset yleisesti noudattaneet ohjeita sitovina. Verohallinto voi julkaisuisaan myös lausua käsityksensä liittyen johonkin tulkintaongelmaan, mutta kysymys silloinkin on vain tulkintasuosituksista. Ohjeet kuitenkin tarjoavat informaatiota kuhunkin tulkittavaan ongelmaan ja ovat sitä kautta käytännössä merkittäviä. (Myrsky & Malmgrén 2014, 25.)

Oikeustieteen asema osana oikeuslähteitä perustuu sen tehtävään, joka on oikeusjärjestyksen tutkiminen. Keskeisenä tutkimusmenetelmänä oikeustieteissä on lainopillinen eli oikeusdogmaattinen tutkimusote, jonka päämääränä on tulkita, mikä on kulloinkin voimassa oleva oikeudellinen tila. Kuten yleisesti oikeustieteissä myös vero-oikeudessa tutkimus on usein luonteeltaan oikeusdogmaattista. Käytännössä tämä tarkoittaa, että vero-oikeudellisen tutkimuksen kautta pyritään kuvailemaan, mikä on kulloinkin voimassa oleva oikeuden tila käsiteltävään tulkintaongelmaan. Tulkintatehtävän lisäksi lainopillisella tutkimuksella on myös systemasointitehtävä, jonka tavoitteena on jatkaa lainsäätäjän työtä siitä, mihin tämä on jäänyt lainsäädännön säätämisen päätyttyä. Runsaan oikeudellisen lähdemateriaalin pohjalta, kuten lakien esityöt, eduskunta-asiakirjat, muu virallisaineisto, ennakkopäätökset, on pyrittävä rakentamaan vero-oikeusjärjestelmän tulkintaa ja tuomaan näin järjestystä useiden eri lähteiden muodostamaan materiaalikaokseen. (Myrsky 2011, 49–50.)

Oikeuskirjallisuuden asema oikeuslähteenä määräytyy yksittäistapausta tulkittaessa tilanteesta, tekstin sisällöstä, aihepiiristä ja kirjoittajasta. Oikeuskirjallisuudessa esittäjän asiantuntijuudella on suuri painoarvo. Vero-oikeudellisella kirjallisuudessa suuressa määrin viitataan lainopilliseen kirjallisuuteen, koska juuri lainopillinen kirjallisuus pyrkii antamaan kuvan voimassa olevasta oikeudesta. Kirjojen lisäksi oma merkitys on myös aikakausi- ja ammattilehdillä, kuten esimerkiksi Verotus, Lakimies, Defesor Legis ja Tilisanomat. Oikeuskirjallisuuden kautta tulkintaongelmaa ratkaistaessa merkitystä on myös sillä, kuinka moni asiantuntija on samaa mieltä jostakin tulkintaongelmasta. Mitä useampi asiantuntija on saamaa mieltä tulkintaongelmasta, sitä suurempi on oikeustieteellisen kannanoton arvo. (Myrsky & Malmgrén 2014, 25–26.) Kannanoton painoarvoon vaikuttavat myös kannanoton perustelut sekä säädetyn lain selvyys. Käytännössä mitä selvempi tulkittava laki on, sitä vähemmän oikeuskirjallisuudessa esitetyllä kannan otolla

on merkitystä tulkintaongelmaan. Vero-oikeudellisen kirjallisuudella painoarvo on merkittävämpi erityisesti niissä tapauksissa, joissa on kysymys tulkintasuositusten esittämisestä uudesta lainsäädännöstä. Tällöin tiede toimii oikeutta tosiasiallisesti luovana, oikeuden syntyprosessiin vaikuttavana tekijänä. (Myrsky 2011, 51.)

Tyypillisesti uuden lain tullessa voimaan siitä julkaistaan tulkintasuosituksia sisältäviä kirjoituksia. Nämä kannanotot saattavat ajan myötä johtaa vakiintuneeseen oikeuskäytäntöön, eli vero-oikeudellisessa kirjallisuudessa esitetyt näkemykset voivat muuntua tavanomaiseksi oikeudeksi. Vero-oikeudellisella kirjallisuudella on muutakin merkitystä kuin vain esittää tulkintasuosituksia uudesta lainsäädännöstä. Voimassa olevan oikeustilan selvittäminen voi vaatia perusteltujen kannanottojen esittämistä. Esimerkiksi kysymyksessä voi olla uuden ratkaisun tulkitseminen suhteessa voimassa olevaan oikeuden tilaan. (Myrsky & Malmgrén 2014, 26.)

Oikeuskirjallisuuden asema oikeuslähteenä perustuu siihen, että oikeuskirjallisuus tarjoaa informaatiolähteen, joka pohjautuu lakiteksteihin, hallituksen esityksiin sekä keskeisiin prejudikaatteihin. Oikeuskirjallisuuden tarjoaman informaation pohjalta on helpompaa saada kokonaiskuva voimassa olevasta oikeuden tilasta käsiteltävän tulkintaongelman osalta. Oikeuskirjallisuus on merkittävää myös siksi, että sen päämääränä on myös tulkita voimassa olevaa oikeudentilaa. Tämän seurauksena oikeuskirjallisuudessa käytetään hyväksi kaikkia oikeudenlähteitä tulkintaongelmaa selvittäessä. Oikeuskirjallisuus toimii siis, paitsi informaatiolähteenä kirjoittajan kannanotoista, sen kautta on myös saatavissa tietoa muista oikeuslähteistä. (Myrsky & Malmgrén 2014, 26–27.)

5.3 Kirjanpitosäännösten liittyminen elinkeinoverotukseen

Elinkeinoverolaki on lähtökohdiltaan kirjanpidosta riippumaton, mutta käytännössä kirjanpidon teoriasta riippuvainen laki. Yrityksen kirjanpito ja verotus ovat siis periaatteessa kaksi erillistä järjestelmää, joilla on omat lakinsa. Käytännössä kirjanpito ja verotuksen laskenta kytkeytyvät toisiinsa ja muodostavat sidonnaisuuksia. Elinkeinoverolain kirjanpitoon liittyvät sidonnaisuudet ovat havaittavissa esimerkiksi elinkeinoverolain 54 §:n säädöksestä, jossa viitataan suoraan kirjanpitoon tai Verohallinnon ohjeesta (A53/200/2014), jossa puolestaan viitataan elinkeinoverolakia tulkittaessa IFRS-kirjanpitostandardeihin. (Kukkonen & Walden 2010, 52; Torkkel 2012, 320–321; VeroH:n ohje A53/200/2014.) EVL-muutos 1077/2008 lähensi edelleen kirjanpitoa ja verotusta, sillä muutoksen takia tiettyjen realisoitumattomien arvonmuutosten verokohtelu on nyt suoraan sidoksissa kirjanpidon määritelmiin, kuten IFRS-standardeihin (Harsu 2011, 56–59). Esimerkki kirjanpidon ja verotuksen lähisuhteesta voidaan löytää myös suoraan elinkeinoverolaista, jonka mukaan yrityksen hankinnan ja valmistuksen niin sanotut kiinteät menot voidaan vähentää verotuksessa ainoastaan, jos vastaavat vähennykset on tehty

kirjanpidossa. Mikäli kiinteä meno sisältyy kirjanpidossa aktivoituun hankintamenuun, vähentäminen verotuksessa ei onnistu. (EVL 14 §; Kukkonen & Walden 2010, 52.) Elinkeinoverolaki sisältää siis suoria viittauksia kirjanpitoon (Torkkel 2012, 320–321).

Verotuksen ja kirjanpidon monimutkainen suhde on saanut uusia muotoja aina vero-uudistusten ja kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IFRS) uudistuessa. Verotettavan tulon määrittely perustuu edelleen pitkälti yrityksen antamaan kirjanpidolliseen tulokseen. Käytännössä verotettavan tulon ja kirjanpidon tuloksen välillä on myös eroja. Kirjanpitolaki ja elinkeinoverolaki muodostavat omat itsenäiset tuloksenlaskentanormistot. Molemmat pohjautuvat alun perin ajatukseen, jonka mukaan menot tulee kohdistaa niitä vastaavat tulon kohdalle. Kirjanpitolaki on kuitenkin kehittynyt viimeisimmissä versioissaan etäälle näistä lähtökohdista. Kirjanpitolain keskeisin tehtävä on nykyisin oikean ja riittävän kuvan antaminen yrityksen taloudellisesta asemasta ja tuloksen muodostumisesta (KPL 3:2). Toisin kuin kirjanpitolaki, elinkeinoverolaki pohjautuu edelleenkin samaan ideaan kuin aiemminkin eli verotettavan tulon laskennan määrittelemiseen. (Kukkonen & Walden 2010, 52.)

Sekä elinkeinoverolain että kirjanpitolain normistojen päämäärä on määritellä yrityksen nettotulos. Verotettavan tulon laskennassa nettotulos saadaan, kun veronalaisista tuloista vähennetään vähennyskelpoiset menot, ja tuloveroa maksetaan näiden erotuksesta siinä tapauksessa, että erotus on positiivinen, eli mikäli veronalaisia tuloja on enemmän kuin vähennyskelpoisia menoja. Perinteisesti tarkasteltuna kirjanpidon tuloslaskennan tavoite on ollut lähinnä määrittää omistajille yrityksen tulot ja menot sekä yrityksen jakokelpoisen voiton määrä. IFRS-säännöstö on kuitenkin tuonut kirjanpitoon uuden päämäärän, joka on yrityksen reaaliaikaisen arvon määrittäminen sijoittajille ja muille sidosryhmille. (Kukkonen & Walden 2010, 52.)

Verotettavan tulon laskennan tavoitteena on määrittää yrityksen täsmällinen ja toteutunut tulos tuloverojen määrittämiseksi veroviranomaisia sekä veronsaajia varten. Verotettavan tuloksen laskemiseen vaikuttaa kuitenkin vero-oikeuden lisäksi myös kirjanpito-oikeuden säännöt ja periaatteet. Kirjanpitolaskennassa on korostunut vanhastaan myös niin sanottu varovaisuuden periaate, jonka tarkoituksena on estää yritystä näyttämästä liian suurta varallisuusasemaa tai tulosta ja jakamasta sitä osinkona vaarantaen samalla yrityksen jatkuvuuden. Kirjanpidon tilinpäätöksen antama informaatio on suunnattu yrityksen omistajien lisäksi kaikille sidosryhmille kuten työntekijöille, asiakkaille, tavaroiden ja palveluiden toimittajille sekä eri viranomaisille. Erilaisen käyttötarkoituksen takia varovaisuuden periaatetta ei voida soveltaa yhtä merkittävästi verotuksen määrittelyssä kuin kirjanpidossa. Varovaisuuden periaate osana verotusta saattaisi johtaa tilanteeseen, jossa verovelvolliset pyrkisivät määrittelemään tulojaan ja menojaan veronmuodostumisen näkökulmasta. Kirjanpidollisen tuloksen ja verotettavan tulon laskennan erot eivät kuitenkaan johda siihen, että verotettava tulo olisi aina kirjanpidon tulosta korkeampi, vaan tulos voi olla myös päinvastainen. Verovelvollinen saattaa esimerkiksi olla

oikeutettu vähentämään verotuksessa kirjanpidon suunnitelmanmukaisia poistoja suuremmat poistot. (Torkkel 2012, 321; Kukkonen & Walden 2010, 52–53.)

5.4 Elinkeinoverolaki

Alkuperäinen elinkeinoverolaki heijasti ajan henkeä ja alkuperäisessä muodossaan laki oli pitkälti erilaisia verotuksellisia etuja ja huojennuksia tarjoava kokonaisuus. Tämän lisäksi alkuperäisessä muodossaan EVL:n tulokäsitemalli oli varsin suppea. Lakia laadittaessa sille asetettiin lukuisia yritystoimintaa helpottavia tavoitteita niin yhtäältä työllisyyden ja investointien edistämiseksi ja toisaalta pääomansaannin mahdollistamiseksi. (HE 172/67; Kukkonen & Walden 2015.) 1960-luvun ja 1970-luvun alkuperäistä elinkeinoverolakia voidaan kuvailla elinkeinon harjoittamista tukevana ja ohjaavana veronhuojennuslakina. Taustalla huojennusten korostumiseen laissa oli sen aikainen korkea nimellinen yritysverotaso, joten oli ymmärrettävää, että EVL sisälsi laajasti erilaisia varaus- ja poistomahdollisuuksia etupainotteisten menojen vähentämiseen. (Andersson & Penttilä 2014, 1.) EVL sisälsi myös vuoteen 1985 asti pitkäaikaisten omaisuuden myyntivoittojen verovapauden, joten EVL:n tulokäsitemalli oli alkuperäisessä muodossaan suppea (Kukkonen & Walden 2015).

Vuonna 1993 tilanne muuttui, kun Suomessa otettiin käyttöön eriytetty tuloverojärjestelmä. Verotuksen lähtökohdaksi tuli suppean tulokäsitemallin sijaan laaja tulokäsitemalli, ja aikaisemmat verovapaat pitkäaikaiset omaisuuden myyntivoitot muuttuivat pääosin kokonaan veronalaisiksi. (HE200/1992) Huojennusten vähenemistä ja tulokäsitemallin muutosta kompensoitiin alentamalla yritysverokantaa. Eriytetty tuloverojärjestelmä pohjautui laajaan tulokäsitemalliin kuitenkin siten, että vain realisoituneet arvonnousut (luovutusvoitot) luettiin verotettavan tulon piiriin. Näin ollen vuoden 1993 uudistuksessa ei puututtu EVL:n peruseräisiin realisoitumattoman arvonnousun osalta. (Andersson & Penttilä 2014, 4.) Ideaalisessa arvomuutosten laajassa verotuksessa arvomuutoksia verotettaisiin kertymäperusteisesti eli vuosittain Realisointiperiaatteen ideana on omaisuuden verottaminen vain tulon realisoituessa. Jos realisoitumatonta tuloa verotettaisiin, voisi verovelvollinen joutua myymään omaisuuttaan veron maksamiseksi. Realisointiperiaatteen noudattaminen verotuksessa ei vaadi verovelvolliselta niin laajaa likviditeettiä kuin oli verotettaessa vuotoista arvonnousua. (Kukkonen & Walden 2015.)

Kertymäperusteinen, realisoitumaton arvonnousu ei siis pääsääntöisesti ole mukana yrityksen verotettavassa tulossa. Vuoden 2006 keväällä niin sanottu yritysverotuksen kehittämistyöryhmä kuitenkin esitti, että tietyissä tilanteissa myös niin sanottujen likvidien rahoitusinstrumenttien realisoitumattomat arvomuutokset tulisivat EVL:n verotuksen piiriin. Tämä toteutettiin vuoden 2009 alusta (HE 176/2008).

Realisoitumattomiin arvonnousuihin voidaan verotuksessa suhtautua ainakin kolmella eri tavalla (Kukkonen & Walden 2015.):

- arvonnousu verotetaan tulosvaikutteisesti kirjattaessa
- arvonnousu verotetaan, jos siitä jaetaan omistajille
- arvonnousun jakaminen estetään yhtiöoikeudellisesti.

Uudistuksen jälkeen on päädytty lähinnä ensimmäiseen vaihtoehtoon kaupankäyntitarkoituksessa pidettävien rahoitusvälineiden osalta. Uudistuksen taustalla on nähtävä sopeuttaminen kansainväliseen kirjanpitosäännöstöön (IFRS-standardeihin) sekä osakeyhtiölain vapaamielinen suhtautuminen erilaisiin voitonjakomalleihin. Muutos on ollut merkittävä ainakin periaatteellisella tasolla, sillä realisoitumattomat arvonne muutokset tulivat muutoksen myötä EVL:n vanhasta peruslinjasta poiketen laajemmin verotettaviksi. Käytännössä muutoksen nopeat vaikutukset lienevät pieniä, koska kirjanpidossa veronalaisia realisoitumattomia arvonne muutoksia kirjataan varsin vähän. Uudistus koskee käytännössä vain suuria konserneja, joissa tehdään paitsi konsernitilinpäätökset myös yksittäisten yhtiöiden erillistilinpäätökset IFRS-mallin mukaan. (Kukkonen & Walden 2015; Andersson & Penttilä 2014, 5.)

2000-luvulla tapahtuneet EVL:n muutokset osoittavat, että kansainväliset tekijät vaikuttavat yhä enemmän myös suomalaiseen lainsäädäntöön yritysverotuksen osalta. Lainsäädäntömme kansainväliset vaikutteet ja verokilpailu on havaittavissa muun muassa yhteisöverokannassa, joka on seurannut maailmalla vallinnutta trendiä yhteisöverokantojen alentumisesta (Andersson & Penttilä 2014, 5.) Elinkeinooverolain kohdalla on tulossa tarpeelliseksi koko lain uudelleenkirjoittaminen tai ainakin nykyisen tilkkutäkkimuodon yhtenäistäminen. Uusimmat yksittäiset veromuutokset ovat koskeneet yrityksen korkomenojen verovähennysoikeuden rajoittamista sekä osinkoverotusta ja joitakin yritysjärjestelysäännösten osia. Suomalaisten yritysten toimintaa sääntelevät suuret säädoskokonaisuudet, ennen kaikkea osakeyhtiölaki, kirjanpitolaki ja elinkeinooverolaki, lienevät väistämättä erkanemassa toisistaan yhä kauemmas. Tämä johtuu elinkeinoelämän spesialisoitumiskehityksestä ja kansainvälistymisestä. Eri tekijät, erityisesti EY-lainsäädäntö, kirjanpitolaki ja osakeyhtiölaki, ovat monin tavoin rapauttaneet kotimaista veropohjaa. Kysymys onkin nyt pohjimmiltaan rajusta kamppailusta veropohjan kaventumisen ja verolainsäätäjän puolustustaistelun innovatiivisuuden välillä. (Kukkonen & Walden 2015.)

Nykyinen elinkeinooverolaki perustaltaan hyvin vastaava kuin 40 vuotta sitten kirjoitettu alkuperäinen elinkeinooverolaki. Lakiin on vuosien saatossa tehty useita muutoksia, jonka seurauksena nykyinen elinkeinooverolaki on osin hajanainen ja sisältää monimutkaisen lakirakenteen lukuisin alapykäläin. Toisaalta useat elinkeinolain alkuperäiset periaatteet 1960-luvulta ovat edelleen varsin toimivia. Elinkeinooverolain uudistamisen osalta suurin haaste liittyy elinkeinoverosäännösten, osakeyhtiölain ja kirjanpidon suhteeseen (Kukkonen & Walden 2015.)

Suojausinstrumenttia käsitellään elinkeinoverolaissa yleensä suojauskohteeseen nähden itsenäisenä instrumenttina. Verolainsäädännössä ei ole muita suojasta koskevia nimellisiä säännöksiä kuin valuuttakurssisuojausta koskeva EVL 26 §, osto-option haltijan verotusta kohde-etuuden toimituksessa koskeva EVL 27 § ja uuden IFRS 9-standardin mukaisen suojausmääritelmän vaikutus siihen, että kysymyksessä ei katsota olevan kaupankäyntitarkoituksessa pidetty johdannainen. (Harsu 2011, 56–59; Harsu 2018, 601–602.)

Uusi IFRS 9 rahoitusinstrumentit kirjanpitosstandardi julkaistiin keväällä 2014 ja se on tullut sovellettavaksi IFRS:ää soveltavien yritysten osalta viimeistään 1.1.2018. Uusi standardi on korvannut vanhan IAS 39-standardin. Uusi standardi säätelee rahoitusinstrumenttien luokittelua ja arvostamista, niiden arvonalentumista sekä suojauslaskentaa. Uudella standardilla on merkittäviä vaikutuksia suojauksen määritelmään, sillä suojausmääritelmässä on siirrytty sääntöpohjaisesta lähestymistavasta enemmän periaatepohjaiseen lähestymistapaan. Uusi IFRS 9-standardi mahdollistaa suojausmääritelmän hyödyntämisen laajemmin eri suojauskohteisiin ja eri suojausinstrumentteihin. Suojaamisen tulee perustua yrityksen riskienhallinnan strategiaan ja tämä kytkös tulee olla dokumentoitu ja esitetty tilinpäätöksessä jokaisen suojaussuhteen osalta. (Harsu 2018, 601–602.) Tulevan oikeuskäytännön myötä nähdään, onko uudella IFRS 9-standardilla vaikutusta myös elinkeinoverolain jaotteluun suojaamistarkoitettuun ja kaupankäyntitarkoituksessa hankittujen johdannaisten välillä.

5.5 Suojaustarkoituksessa hankittujen johdannaisten verotus elinkeinoverolain mukaan

Elinkeinoverotuksessa pääsääntö on, että tulo on sen verovuoden tuottoa, jonka aikana se on saatu rahana, saamisena tai muuna rahanarvoisena etuutena. Toisin sanoen realisoitumattomat tulot eivät pääsäännön mukaan ole veronalaista tuloa. Meno on puolestaan vähennyskelpoinen sen vuoden verotuksessa, jonka aikana sen suorittamisvelvollisuus on syntynyt, jollei muuta ole säädetty. Siten pääsäännön mukaan ainoastaan realisoituneet menot ovat vähennyskelpoisia. (Harsu 2011, 57–58.)

Rahoitusinstrumentin verokäsittelyn määrittelee pääsääntöisesti se, onko rahoitusinstrumentti osa vaihto-, rahoitus- vai käyttöomaisuutta. Johdannainen luokitellaan kirjanpidossa harvoin osaksi käyttöomaisuutta. Rahoitusomaisuus arvostetaan pääsäännön mukaan nimellisarvoonsa ja vaihto-omaisuus puolestaan arvostetaan alimman arvon periaatteen mukaisesti. Keskusverolautakunnan oikeuskäytännössä on katsottu käyttö- ja vaihto-omaisuushankinnan osalta, että johdannaisposition tulos luetaan mahdollisesti hankintameno. Jos johdannaisella suojataan myyntiä, suojausinstrumentin tulos integroidaan mahdollisesti suojattavan myynnin myyntihintaan. Mikäli suojausinstrumentin ja

-kohteen verotus integroidaan keskusverolautakunnan päätöksessä tarkoitetulla tavalla ja suojattavan kohteen myynti on verovapaata, suojausinstrumentista realisoituvan tuloksen ei tulisi olla verotuksessa vähennyskelpoista menoa tai veronalaista tuloa. Kaiken kaikkiaan verotuskäytäntö on ollut suojauksen osalta hieman epäselvää. (Harsu 2011, 56–59.)

Vuoden 2009 alun elinkeinoverolain uudistuksen (30.12.2008/1077) myötä EVL 26 §:ä on ollut paremmin samassa linjassa sen kanssa, miten kurssieroja tulee käsitellä yrityksen kirjanpidossa (Andersson & Penttilä 2014, 531). Uudistetussa EVL 26 §:ssä säädetään, että tuloslaskelmaan tuotoksi merkityt kurssivoitot ja -tappiot ovat sen verovuoden tuloa tai menoa, jolloin valuuttakurssi on muuttunut (Harsu 2011, 56–59). Siten suojaavan instrumentin arvonmuutos kohdistuu uudistuksen jälkeisen käytännön mukaan samalle verovuodelle kuin suojattavan saamisen tai velan kurssimuutos. Suojausinstrumentin arvon muutos tulee olla merkitty tuloslaskelmaan ja suojausinstrumentin realisoituman arvonmuutos voidaan huomioida, mikäli sekä suojattava valuuttakurssimuutos ja suojausinstrumentti ovat saman verovelvollisen tilinpäätöksessä. (Andersson & Penttilä 2014, 532.)

Toisin sanoen, mikäli EVL 26 §:ssä tarkoitettua ulkomaan valuutassa olevaa velkaa tai saamista suojaa valuuttakurssimuutoksilta termiinisopimus tai muu vastaava suojausinstrumentti, suojausinstrumentin realisoitumaton arvonnousu ja -lasku on sen verovuoden tuloa tai menoa, jonka aikana se on merkitty tuloslaskelmaan tuotoksi tai kuluksi. (Harsu 2011, 57–58.) Huomion arvoista kuitenkin on, että EVL 26 § sovelletaan vain elinkeinotoiminnasta johtuneiden velkojen ja saamisen suojaamiseksi hankittuihin rahoitusvälineisiin, kuten esimerkiksi EVL 1:5.12:n mukaiseen velkaa tai saamista valuuttakurssimuutoksilta suojaavaan termiinisopimukseen tai vastaavaan suojausinstrumentin arvonnousuun, lukuun ottamatta EVL 1:5.8–10 ja EVL 1:5.13 kohdassa tarkoitettuja käypään arvoon arvostettavia rahoitusvälineitä.

Voidaan kuitenkin pohtia, onko erilaisten suojaamistarkoituksessa käytettävien rahoitusinstrumenttien, kuten valuuttaoptio ja -termiini, verokohtelu yhdenvertaista. Valtiovarainvaliokunnan lausunnon mukaan optio ei voisi olla lainkohdassa tarkoitettu suojaava instrumentti. Näin ollen EVL 26 §:ää ei voitaisi soveltaa optioihin. Valtionvarainvaliokunnan mukaan EVL 26 §:n tarkoituksena ei ole ollut, että huomioon otettava suojausinstrumentti olisi optio. Perusteluina option erilaiseen verokohteluun lausunnossa todettiin, että optioiden toteuttaminen on vapaaehtoista. Jos saamisesta tai velasta on tulossa kurssivoitto, optiota ei toteuteta eikä sen realisoitumatonta arvonnousuakaan tule silloin ottaa huomioon. (VAVM 23/2008.) Optiot ovat kuitenkin soveltuvia valuuttasuojauksen toteuttamiseen kuten tutkielman luvussa 4.3.2. todettiin.

5.6 Kaupankäyntitarkoituksessa hankittujen johdannaisten verotus elinkeinoverolain mukaan

Elinkeinoverolain 27 §:ssä säädetään, että muut kuin suojaavassa tarkoituksessa hankitut johdannaiset ovat kaupankäyntitarkoituksessa pidettäviä johdannaissia. Erilaisten johdannaisten määritelmä on käyty tarkemmin tämän tutkielman luvussa 4. Kaikki johdannaiset, lukuun ottamatta johdannaissia, jotka on nimenomaisesti määritetty suojausinstrumenteiksi ja jotka ovat sellaisena tehokkaita, käsitellään EVL:n mukaan kaupankäyntitarkoituksena oleviksi. Kaupankäyntitarkoituksessa oleva johdannainen voi olla lain mukaan muukin kuin optio, kuten esimerkiksi termiini, futuuri tai korun- ja valuutanvaihtosopimus. Johdannaisten lakiin pohjautuva määritelmä perustuu RahKL 1:2 §:ään, jonka mukaan johdannaissopimuksella tarkoitetaan SipaL 1:14.1:n kohdissa 3–9 tarkoitettua rahoitusvälinettä. Rahoitusvälineitä ovat arvopaperimarkkinalain mukaiset arvopaperit sekä erilaiset johdannaissopimukset. (Salo 2016, 45–46; Harsu 2011, 56–59.)

Instrumentin määrittely kaupankäyntitarkoituksessa pidettäväksi tai suojaavaksi voi olla osin häilyvää. Suojaavaan instrumentin määrittely perustuu sen tehokkuuden määritelmälle. Suojaavan instrumentin tehokkuus on näin ollen käytännössä aina arvioitava, koska tehon osuus katsotaan kaupankäyntitarkoituksessa pidetyksi. Tehokkuusarvioinnin tarkoituksena on tunnistaa tilanteet, joissa tehokkuuden edellytykset eivät täyty. Uudessa IFRS 9-standardissa tehokkuustestaus perustuu kolmeen laadulliseen määritelmään: 1) suojattavan kohteen ja suojausinstrumentin välillä on oltava taloudellisesti havaittava suhde, 2) luottoriskin vaikutus ei saa dominoida taloudellisessa suhteessa tapahtuvia arvomuutoksia ja 3) suojaussuhteen on oltava tarkoituksenmukainen suojattavan kohteen ja suojausinstrumentin välillä. Suojaavan suhteen määritelmällä on verotuksellista merkitystä, koska optiot ja muussa kuin suojaavassa tarkoituksessa pidettävät johdannaiset kirjataan käypään arvoon tulosvaikutteisesti. (Harsu 2018, 603; Harsu 2011, 56–59.)

Vuoden 2009 alusta voimaan tulleiden EVL:n muutosten mukaan veronalaista tuloa ja vähennyskelpoista menoa ovat kaupankäyntitarkoituksessa pidettävistä johdannaissista KPL 5:2a:n tai IFRS:n nojalla tuloslaskelmaan merkityt realisoitumattomat arvonnousut ja arvonalaskut. Näin ollen kirjanpitokäsittelyyn liittyvillä valinnoilla vaikutusta yritykseen kohdistuvaan verotukseen. (Harsu 2011, 56–59.)

Kuten aikaisemmin on todettu, johdannaissista edellä mainittuun ryhmään kuuluvat kaikki johdannaiset, lukuun ottamatta suojaustarkoituksessa pidettäviä. Suojausinstrumentteja ei siten arvosteta EVL:n 27 §:n nojalla verotuksessa käypään arvoon, kuten ei suojauksen kohteena olevaa erääkään siinäkin tapauksessa, että johdannainen arvostettaisiin tulosvaikutteisesti käypään arvoon kirjanpidossa. Uuden IFRS 9-standardin myötä ei ole tullut muutosta tähän käytäntöön, vaan myös uudessa standardissa kaupankäyntitarkoituksessa olevat johdannaiset ovat edelleen käypään arvoon tulosvaikutteisesti

arvostettavia – paitsi silloin, kun niitä hyödynnetään suojaustarkoituksessa suojauslaskennassa ja ne ovat siinä tehokkaita. (Harsu 2011 56–59; Harsu 2018, 601.) EVL 27d ja 27e §:ssä säädetään yksinkertaistettuna siitä, miten optiosta maksettua tai saatua preemiota sekä tiettyjä rahoitusvälineiden ja sijoitusten arvonmuutoksia käsitellään verotuksessa. Toisin kuin muiden johdannaisten kohdalla, option verokäsittelyyn ei vaikuta option käyttötarkoitus. (VeroH:n ohje A53/200/2014; Harsu 2011, 56–59.)

5.6.1 Vakioitujen optioiden verotus

Optio-oikeuden hankkiessaan option haltija maksaa option asettajalle preemion sopimuksen teon yhteydessä. Optiojärjestelyssä syntyvän tuoton tai kulun määrä selviää vasta option toteuttamisen tai sulkemisen yhteydessä. Optioiden käytön alkaessa Suomessa 1980-luvulla, ei suomalaisessa lainsäädännössä ollut vielä säännöksiä preemion jaksottamisesta eri verovuosien välillä. KHO:n (1990 B 511) ratkaisussa määriteltiin, että option asettajan oli tuloutettava preemio jo sopimuksenteon yhteydessä. Päätös ei huomionnut, että preemio on osa suurempaa kokonaisuutta, joka saattoi muodostua tulevan hintakehityksen myötä joko voitolliseksi tai tappiolliseksi. KHO:n kanta nähtiin myös olevan ristiriidassa hyvän kirjanpitotavan mukaisen jaksotuksen kanssa. (Andersson & Penttilä 2014, 539.) Pyrkimys ristiriidan kumoamiseen johti lopulta EVL 27d §:n säätämiseen (HE 84/2002).

Hallituksen esityksen (84/2002) mukaan optio kuuluu EVL 27d.2 §:n soveltamisalaan voimassaoloaikansa perusteella, jos option toteutuspäivä on optiosopimuksen ehtojen mukaan enintään 18 kuukauden päässä option asettamispäivästä. Vastakohtaispäätelmän mukaan yli 18 kuukauden pituiset optiot kuuluvat EVL 27d.1 §:n soveltamisalaan ja käsitellään verotuksessa vakioimattomien johdannaisten verotuksen mukaisesti. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Hallituksen esityksen pohjalta säädetyssä EVL 27d.2 §:ssä säädetään option asettajan verokohtelusta ja EVL 27d.3 §:ssä puolestaan säädetään option haltijan verokohtelusta. EVL:n 27d.2 §:n mukaan enintään 18 kuukauden pituisen ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla tai muulla säännellyllä ja viranomaisen valvonnassa olevalla markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan option asettajan saama preemio on sen verovuoden tuottoa, jona sopimus suljetaan, toteutetaan tai raukeaa. Laissa myös säädetään, että jos myyntioption asettaja ostaa optiosopimuksen perusteella kohde-etuuden, hankitun omaisuuden verotuksessa vähennyskelpoiseksi hankintamenoksi katsotaan määrä, joka vastaa sopimuksen mukaista kohde-etuuden hankintahintaa vähennettynä preemiota vastaavalla määrällä. (Harsu 2011 56–59). Option juoksemisajan rajausta ja vaatimusta säännellyistä markkinoista tarkoittaa, että EVL 27d.2–3 §:n säännöksiä sovelletaan käytännössä eniten hyödynnettyihin optioihin. (Andersson & Penttilä 2014, 539.)

Arvopaperimarkkinalain (746/2012) 2:5:n mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1:2.6:ssa tarkoitettua kaupankäyntimenettelyä. Rahoitusvälineistä annetun lain mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssiä tai toisessa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä kaupankäyntimenettelyä, jossa säännellyn markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa. ETA-alueella viitataan Euroopan talousalueeseen, jonka tarkoituksena on ulottaa EU:n sisämarkkinat ETA-sopimuksen avulla maihin, jotka joko eivät halua liittyä Euroopan unioniin tai eivät vielä ole liittyneet. (Faktatietoa Euroopan unionista; VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Säännellyn markkinan määritelmää on päivitetty viimeksi hallituksen esityksellä (HE32/2012) vastaamaan paremmin hallituksen esityksen (43/2007) mukaan voimaan rahoitusvälineiden markkinat-direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdan mukaista säännellyn markkinan käsitettä. Uusi määritelmä vastaa kuitenkin aiemmin voimassa ollutta arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:n julkisen kaupankäynnin määritelmää niin, että määritelmä kattaa myös toisessa ETA-valtiossa toimivat säännellyt markkinat. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Lakiin tehdyn ETA-alue viittauksen myötä, säänneltyjä markkinoita koskeva sääntely kohdistuu ensisijaisesti ETA-valtioiden arvopaperi- ja johdannaispörssiin ja muihin niihin verrattaviin markkinapaikkoihin. Säännellyn markkinan määritelmä ei kuitenkaan ole suoraan sidoksissa pörssiä ilmentävään viralliseen pörssilistaan. Kaupankäynnin järjestämisen tapa on laissa jätetty laissa joustavaksi ja riippumattomaksi valitusta kaupankäyntijärjestelmän toimintaa liittyvästä tekniikasta. Lain määritelmä ei siis ole puhtaasti käytettävään teknologiaan pohjautuva. Kaupankäynti voi olla täysin sähköistä tai kaupankäyntiä voidaan järjestää myös niin sanotusti perinteisesti arvopaperinvälittäjien fyysisistä läsnäoloa vaativalla markkinapaikalla. Säännellyn markkinan määritelmässä keskeistä on, että kaupankäynnille on laadittu kaupankäyntiin liittyvät säännöt, joissa määritetään oikeuksista ja velvollisuuksista, jotka liittyvät muun muassa kauppapaikan jäsenyyteen, rahoitusvälineiden ottamiseen kaupankäynnin kohteeksi, kaupankäynnin toteutumiseen ja kaupankäynnin raportointiin. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Säännellyn markkinan määritelmään liittyvä sanamuoto ”saatetaan yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia” viittaa säänneltyjen markkinoiden monikeskiseen luonteeseen. Säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin toteuttava osapuoli on myös varsinaisista kaupan osapuolista erillinen toimija. Säänneltynä markkinana ei pidetä kahdenkeskistä kaupankäyntiä tai osin kahdenkeskistä markkinaa, jossa kaupankäynnin järjestäjä tai jokin muu taho tulee jokaiseen kauppaan vastapuoleksi. Sen sijaan kaupankäynnin järjestäjä voi toimia riskittömänä keskusvastapuolena kaupan selvityksessä (clearing).

Säänneltyjen markkinoiden määritelmälle ei ole asetettu mitään tiettyä ostajien tai myyjien enimmäismäärää. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Säännellyillä markkinoilla ostajien ja myyjien tarjouksilla tarkoitetaan sitovia tarjouksia. Tarjouskehotuksilla puolestaan tarkoitetaan kaikkia muita sitomattomia tahdonilmaisuja markkinoilla. Säädeltyjen markkinoiden määritelmä sisältää siten myös kaupankäyntimenettelyn määritelmän, joissa tahdonilmaisun antajalta edellytetään erikseen vielä tahdonilmaisun perusteella vastapuolen tekemän tarjouksen hyväksymistä. Kaupankäyntimenettelyn edellytyksenä on ostajien ja myyjien saattaminen yhteen niin, että tuloksena on sitova kauppa kaupankäynnin sääntöjen mukaisesti. Kaupankäyntipaikat, joissa vain julkaistaan myyjien tarjouksia tai tarjouskehotuksia tai joissa ostaja ja myyjä sopivat sitovasta kaupasta menettelyissä, joita kaupankäyntipaikan säännöt eivät kata, eivät täytä säännellyn markkinan määritelmää. Säännellyistä markkinoista halutaan erottaa määritelmän ulkopuolelle sellaiset kaupankäyntipaikat, jotka sisältävät vain passiivisia osto- ja myyntitarjousten ilmoitusmenetelmiä. Säännellyltä kaupankäynniltä ei kuitenkaan edellytetä itsenäistä hinnanmuodostusta. Kaupankäyntimenettely, jossa kaupat toteutetaan esimerkiksi toisella markkinapaikalla toteutuneilla hinnoilla, täyttää säännellyn markkinan määritelmän. Näin ollen pörssistä erillinen johdannaispörssi täyttää tältä osin säännellyn markkinan määritelmän. Säännellyn markkinan kaupankäyntiä ei myös tarvitse järjestää jatkuvana kaupankäyntinä, jolloin kerran päivässä toteutettavaan huutokauppaan pohjautuva menettely täyttää säännellyn markkinan määritelmää. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Vakioiduista optioista säädetään EVL 27d.2 ja 27d.3 §:ssä. EVL 27d.2 §:n ensimmäinen virke liittyy tilanteisiin, joissa asetetusta optiosta syntynyt positio suljetaan, optio raukeaa tai se toteutetaan nettoarvon tilityksenä. Tällöin asettajan saama preemio kuuluu sen verovuoden tuottoksi, jolloin sulkeminen, raukeaminen tai toteuttaminen on tapahtunut. Näihin tilanteisiin ei siis liity option toteuttamista kohde-etuuden hankinnan kautta. (VeroH:n ohje A53/200/2014.) EVL 27d.3 §:n ensimmäisen virkkeen mukaan maksettu preemio kuuluu sen verovuoden kuluksi, jona optiosopimus suljetaan, toteutetaan nettoarvon tilityksenä tai se raukeaa. EVL 27d.3 §:ää sovelletaan option haltijan verotuksessa kaikissa tapauksissa. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Säännellyillä markkinoilla kaupankäynninkohteena olevien vakioitujen enintään 18 kuukauden voimassaoloajan sisältävien optioiden asettajaa ja haltijaa koskevat säännökset ovat symmetrisiä eli vastaavat toisiaan. Option asettajan saama preemio verotetaan ja option haltijan maksama preemio saadaan vähentää optiosopimuksen sulkemista, toteuttamista tai raukeamista vastaavana verovuonna. EVL 27d.2 ja 27d.3 §:ssä kuvatuissa tilanteissa optioiden sekä niistä maksettujen ja saatujen preemioiden verokohtelu myös vastaa niiden käsittelyä yrityksen kirjanpidossa. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

EVL 27d.2 §:n toisen virkkeen ja EVL 27d.3 §:n toisen virkkeen mukaan saatu tai maksettu preemio voi tulla huomioiduksi verotuksessa osana kohde-etuuden

hankintamenoa, eli johdannainen nähdään osana kohde-etuutta. Tämä on mahdollista sekä myyntioption asettajan että osto-option haltijan verotuksessa, mikäli nämä toteuttavat optiosopimuksen hankkimalla kohde-etuuden. Kohde-etuuden hankinta pienentää kohde-etuuden hankintamenoa myyntioption asettajan verotuksessa. Osto-option haltijan verotuksessa kohde-etuuden hankintameno puolestaan kasvaa maksetun premion verran. Premiota ei näissä tilanteissa siis käsitellä erikseen tulouttamalla tai vähentämällä sitä verotuksessa, vaan premio käsitellään osana kohde-etuuden hankintamenoa. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

5.6.2 Vakioimattomien optioiden verotus

EVL 27d.1 §:ää sovelletaan pääasiassa kaikkiin elinkeinoverolain mukaan verotettavien verovelvollisten asettamien optioiden premiotuloihin, kun optiot ovat vakioimattomia sekä yli 18 kuukauden pituisiin optiosopimuksiin, joilla käydään kauppaa EVL 27d.2 §:n tarkoittamilla säännellyillä markkinoilla. Vakioimattomien optioiden osalta uudessa EVL 27d.1 §:ssä vahvistettiin KHO:n (1990 B 511) ennakkoratkaisun luoma oikeustila. Hallituksen esityksessä (HE 84/2002) ei nähty suomalaisessa lainsäädännössä olevan merkittäviä muutostarpeita termiinien ja futuurien – vakioimattomien johdannaisten – verokohdelun suhteen. Hallituksen esityksessä myös perustellusti esitettiin, että vakioitujen optioiden silloinen verotuskäytäntö johti taloudellisessa mielessä etupainotteiseen verotukseen, koska optioista saatu premiomaksu verotettiin kokonaisuudessaan optiosopimuksen solmimishetken verovuonna, vaikka optiosta aiheutuva suoritus realisoituisi vasta seuraavina verovuosina. (Pulkkanen 2004, 119; VeroH:n ohje A53/200/2014.)

EVL 27d.1 §:ssä pääsääntönä on edelleen, että option asettajan sitoumuksestaan saama korvaus eli premio on sen verovuoden veronalaista tuloa, jona optio on asetettu. Kyseistä säännöstä sovelletaan silloin, kun kysymyksessä ei ole EVL 27d.2 §:n soveltamisalaan kuuluva lyhytaikainen sopimus (Andersson & Penttilä 2014, 539). Verovelvollisen on optiosopimuksen solmimisvuoden veroilmoitukseen merkittävä EVL 27d.1 §:n mukaisista optioista saamansa premiotulot lisäykseksi verotettavan tulon laskelmaan. Vastavasti aikaisemmin lisäykseksi merkityt premiot merkitään vähennykseksi optioposition sulkemisvuoden, option raukeamisvuoden tai myyntioption toteutusvuoden veroilmoituksessa, koska muutoin samaan premiotuloon kohdistuisi kaksinkertainen verotus. Jos myyntioption haltija kuitenkin toteuttaa option myymällä kohdeosakkeet, premiota ei vähennetä veroilmoituksessa, koska myöskään kirjanpidossa premiota ei tulouteta, vaan se lisätään hankitun osakkeen hankintamenoon. Jos EVL 27d.1 §:n mukaisesta myyntioptiosta saatu premio on jo verotettu sopimuksen solmimisvuoden tulona, sillä ei enää myöhemmin verovuosina voida oikaista hankitun kohde-etuuden hankintamenoa. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

EVL 27d.3 §:n säännös vastaa edelleenkin elinkeinoverolain alkuperäistä realisointiperiaatetta, jonka mukaan option haltijan option asettajalle maksama preemio on sen verovuoden vähennyskelpoista menoa, jona optiosopimus suljetaan, toteutetaan tai raukeaa. (Andersson & Penttilä 2014, 539–540). Mikäli osto-option haltija toteuttaa option hankkimalla kohde-etuuden, omaisuuden hankintamenoksi katsotaan määrä, joka vastaa sopimuksen mukaista kohde-etuuden hankintahintaa lisättynä maksetun preemion määrällä. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

On huomattava, että option verottamista koskevat säännökset eivät ole symmetrisiä option haltijalle ja asettajalle. Option haltija saa vähentää maksamansa preemion myöhemmin sopimuksen sulkemista tai raukeamista vastaavana verovuotena tai option toteutuksessa maksettu preemio voidaan katsoa osaksi kohde-etuuden kauppahintaa. Option asettajan saama preemio puolestaan verotetaan heti optiosopimuksen solmimisvuonna ennen kuin option suljetaan, toteutetaan tai se raukeaa. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Toisin sanoen option haltijan ja asettajan verotus voivat kohdistua eri verovuosille, vaikka kyseessä on saman optiokaupan kaksi eri osapuolta. Option haltijan verotus myös heijastaa elinkeinoverolain alkuperäistä realisointiperiaatetta, jossa optiokauppa nähdään osana suurempaa kokonaisuutta sisältäen option antaman oikeuden toteuttamisen ja painottaen option lopullisen lopputuleman merkitystä verotuksessa. Option asettajan verotus puolestaan taas tapahtuu enemmän kirjanpitolähtöjen luomassa tuloperiaatteen hengessä, jossa option asettamisesta saatu preemio halutaan huomioida yksittäisenä tapahtuma painottaen optiosopimuksen velvoitteiden syntymishetkeä verotuksessa.

5.6.3 Käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavat rahoitusvälineet ja sijoitukset

Kuten jo aikaisemmin todettu elinkeinoverotuksessa ja kirjanpidossa vahvana pääsääntönä on ollut, ettei realisoitumatonta tuloa kirjata eikä veroteta, samoin kuin menojen puolella vasta realisoituneet menot kirjataan ja vähennetään verotuksessa kuluina. Poikkeuksia on ollut muun muassa vaihto-omaisuuden kohdalla, jossa on ollut mahdollista varovaisuusperiaatetta noudattaen epäkuranttiusvähennyksiin. (Andersson & Penttilä 2014, 541). Tulopuolella poikkeuksen ovat realisointiperiaatteesta muodostaneet vain vakuutus- ja eläkelaitosten sijoitusomaisuuden arvonkorotukset (EVL 5 §:n 6 kohta) sekä pitkäkestoisen suorituksen osatuloutus valmiusasteen perusteella (EVL 19.2 §).

Elinkeinoverolain realisointiperiaatteesta on jouduttu kuitenkin luopumaan, kun kirjanpitolainsäädännössä on tapahtunut muutoksia, jotka mahdollistavat realisoitumattomien arvonnousujen ja arvonalaskujen tulosvaikutteiden kirjaamisen. Vuoden 2008 elinkeinoverolain uudistuksessa kirjanpidossa kirjattujen realisoitumattomien arvomuutosten huomioiminen verotuksessa laajeni. (Andersson & Penttilä 2014, 541.) Tässä yhteydessä myös optioiden verotusta koskevaa EVL 27d §:ää muutettiin vastaamaan

kirjanpidon käytäntöjä (Andersson & Penttilä 2014, 531). Myös EVL: n 27e §:ä tekee poikkeuksen realisointiperiaatteelle tulosvaikutteisesti kirjattavien rahoitusvälineiden ja sijoitusten osalta. Käytännössä EVL:n 27e §:ä laajentaa realisointiperiaatteesta poikkeamisen koskemaan optioiden ohella myös muita EVL 5 §:n kohdissa 8–10 ja 13 sekä EVL 8.1:n kohdissa 2a–2c ja 17 tarkoitettuja rahoitusvälineitä ja sijoituksia. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

Kaupankäyntitarkoituksessa pidettävien rahoitusvälineiden arvonnousu tuloutetaan ja arvonnousu vähennetään verotuksessa, jos se perustuu KPL 5:2a:n tai IFRS-tilinpäätöksen perusteella tehtyyn kirjaukseen. Näiden arvonnousujen jaksotus määräytyy niin ikään kirjanpidon tulosvaikutteisen kirjausten perusteella (EVL 27e §). Rahoitusvälineellä tarkoitetaan kirjanpitovelvollisen rahoitusvaroihin hankkimia osakkeita, osuuksia ja muita sellaisia rahoitusvälineitä. Rahoitusvälineitä voivat olla myös saamiset tai johdannaisinstrumentit (Kukkonen & Walden 2015). Rahoitusvaroihin ja -velkoihin kuuluva erä luokitellaan kaupankäyntitarkoituksessa pidettäväksi, jos se on hankittu tai syntynyt niin, että omistajan pääasiallisena tarkoituksena on myydä se tai ostaa se takaisin lyhyen ajan kuluessa. Erä voi olla myös osa sellaista salkkua, jota on todistettavasti käytetty viime aikoina voiton tavoitteluun lyhyellä aikavälillä. Kaupankäyntitarkoituksessa pidettäväksi luokitellaan myös johdannaiset lukuun ottamatta niitä johdannaisia, jotka on nimenomaisesti määritetty suojausinstrumenteiksi, niitä käytetään osana suojauslaskentaa ja ovat sellaisina tehokkaita. Suojausinstrumentiksi määritellyt johdannaiset käsitellään EVL:n 26 § mukaisesti. (VeroH:n ohje A53/200/2014.)

5.7 Valuuttasuojauksen toteuttaminen elinkeinoverotuksen näkökulmasta

Kansainvälisessä kaupankäynnissä yritykset joutuvat kohtaamaan pitkälti ennakoimattomaa valuuttakurssiriskiä. Liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa on pyritty osoittamaan makrotaloudellisten mallien avulla, kuinka koroilla, inflaatiolla ja kauppataaseella on vaikutusta valuuttojen tulevaan kehityskulkuun. Täysin luotettavia menetelmiä ei kuitenkaan valuuttakurssien ennustamiseksi ole pystytty osoittamaan. (Sarno ym. 2003, 136–137.) Tyypillisesti tutkimuksissa esitetyt menetelmät valuuttakurssien ennakoimiseksi toimivat paremmin pitkällä ajanjaksoilla, mutta lyhyellä ajanjaksolla valuuttakurssi muistuttaa enemmän satunnaiskulkua kuin ennakoitua kehitystä (Meese & Rogoff 1983, 3–24). Näin ollen yrityksen suojautuminen valuuttakurssiriskiä kohtaan on enemmän ennakoimattomaa kuin ennakoitua muutosta kohtaan varautumista.

Elinkeinoverolaissa on jako kaupankäyntitarkoituksessa (ennakoitu muutos) ja suojaamistarkoituksessa (ennakoimaton muutos) hankittujen johdannaisten välillä (Harsu 2011, 56–59). Liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa on tutkittu yritysten johdannaisten

hyödyntämistä osana valuuttariskinhallintaa. Lisäksi on selvitetty, onko johdannaisiin liittyvä kaupankäynti yrityksillä enemmän suojaavaa vai spekulatiivista kaupankäyntiä. Tieteellisten tutkimusten mukaan yritykset hyödyntävät johdannaisia valuuttariskiltä suojautumistarkoituksessa yleensä silloin, kun yritykset ovat voimakkaan kasvun vaiheessa (Géczy ym. 1997, 1323–1354), haluavat turvata tulevan kasvun rahoituksen sisäisellä rahoituksella tai tasoittaakseen vuotuista tulosten vaihtelua vähentäen näin verorasitusta marginaaliverotuksessa. Myös spekulatiivisesta kaupankäynnistä on löydetty viitteitä (Keloharju ja Niskanen 2001), mutta pääsääntöisesti johdannaisten hyödyntäminen tapahtuu suojaavassa tarkoituksessa (Géczy ym. 1997, 1323–1354).

Kuten aiemmin tässä tutkielmassa on selvitetty, valuuttakurssien muutosten muodostamat riskit jaetaan usein transaktio-, operatiiviseen, ja translaatoriskin (Eiteman ym. 2007, 251). Jaottelu vastaan elinkeinoverolain taustalla vaikuttavan kansainvälisen tilinpäätösstandardin (IFRS) mukaista jakoa suojaussuhteiden jaosta. Suojaussuhteiden jaottelulla puolestaan on vaikutusta suojauksen käsittelyyn kirjanpidollisessa suojauslaskennassa (Harsu 2018, 596).

Suojaussuhteet luokitellaan IFRS 9-standardissa suojattavan kohteen perusteella: 1) käyvän arvon suojaukseen, 2) rahavirran suojaukseen, 3) ulkomaiseen yksikköön tehdyn nettosijoituksen suojaukseen. Koska suojaamaton rahoitusriski, esimerkiksi valuuttakurssin muutos, vaikuttaa yrityksen kirjanpidolliseen tulokseen, on suojauslaskennan keskeinen tavoite muuttaa valuuttakurssin vaikutusta tulokseen. (Haaramo 2015, 566). Johdannaisten kirjanpidollisella käsittelyllä on suoraan vaikutusta siihen, kuinka johdannaisia jaksotetaan ja arvostetaan elinkeinoverolaissa, sillä elinkeinoverolainsäädäntö, kirjanpitolaki ja kansainväliset tilinpäätös- ja kirjanpitosstandardit muodostavat kokonaisuuden, jonka pohjalta verotettava elinkeinotulo lopulta määritellään (Kukkonen & Walden 2010, 52).

5.7.1 Suojauslaskenta

Yrityksen valuuttasuojauksen verokohteluun elinkeinoverotuksessa vaikuttaa se, kuinka suojaavaa johdannaista käsiteellään yrityksen kirjanpidossa. Suojauslaskenta on avainasemassa tämän kysymyksen kannalta. Suojauslaskenta liittyy kansainväliseen tilinpäätösstandardiin ja kirjanpitokäytäntöihin, eikä näin ollen ole itsessään osa elinkeinoverolain lainsäädäntöä. Suojauslaskennalla on kuitenkin heijastusvaikutuksia siihen, kuinka suojaavia johdannaisia arvostetaan, jaksotetaan ja käsitelläänkö johdannaista yleensäkin suojaavana johdannaisena elinkeinoverolaissa. (Harsu 2018, 601–602.)

Suojauslaskenta toteutetaan yrityksen kirjanpidossa ja sen päämäärä on heijastaa suojauksen taloudellista toteuttamista eli toisin sanoen suojauslaskennassa suojausinstrumentin realisoituneet ja realisoitumattomat arvonmuutokset sekä rahavirrat pyritään

kohdistamaan suojauskohteen vastakkaissuuntaisia arvonmuutoksia vastaan estäen samalla suojauskohteen ja suojausinstrumentin arvonmuutosten ja rahavirtojen eriaikaisesta kirjanpitoon kirjaamisesta aiheutuvan tuloksen tai oman pääoman vaihtelun. (Harsu 2018, 600.) Suojauslaskennan edellytyksenä on sen dokumentointi ja tehokkuus. Uuden IFRS 9-standardin myötä yrityksellä on oltava asianmukainen dokumentointi suojaussuhteesta, yrityksen riskienhallinnan tavoitteesta ja suojaukseen ryhtymisen strategiasta. Dokumentoinnin lisäksi suojauksen tulee olla tehokas. Tehokkuutta tulee arvioida jo suojaukseen ryhdyttäessä sen riskienhallintastrategian mukaisesti, jota kyseisessä suojaussuhteessa tullaan käyttämään. Suojaussuhteen tulee täyttää suojauksen tehokuuta koskevat vaatimukset, joista keskeisimpinä mainittakoon suojausinstrumentin ja suojauskohteen välillä oleva taloudellinen riippuvuus. (Haaramo 2015, 566.) Uusi standardi mahdollistaa johdannaisten joustavamman hyödyntämisen suojaamistarkoituksessa. Uuden IFRS 9-standardin myötä suojausmääritelmässä siirryttiin sääntöpohjaisesta lähestymistavasta enemmän periaatepohjaiseen lähestymistapaan. (Harsu 2018, 601–602.)

IFRS 9-standardin mukaan suojausta ei välttämättä pureta, jos suojaus ei enää täytä sille asetettua suojausastetta ja siten suojauksen tehokkuutta ja samalla riskienhallinnan tavoitteita. Jos kyseiselle suojaussuhteelle ei ole muutettu suojausastetta eikä riskienhallinnan tavoitetta, niin suojauksen tehokuuden uudelleen saavuttamiseksi suojaussuhdetta tasapainotetaan. Uudelleen tasapainottamisen jälkeen suojaussuhde täyttää edelleen suojauksen tehokuudelle asetetut vaatimukset. (Haaramo 2015, 566.)

Mikäli johdannainen ei täytä edellä mainittuja vaatimuksia suojauslaskennan osalta, johdannaista ei voida pitää IFRS 9-standardin mukaisena suojaavana johdannaisena (Harsu 2018, 602–603). Määrittelyllä on vaikutusta yrityksen verotukseen elinkeinoveroissa, sillä suojaavien johdannaisten verotus poikkeaa kaupankäyntitarkoituksessa olevista johdannaisista arvostamisen ja jaksotuksen osalta (Harsu 2011, 56–59).

5.7.2 Käyvän arvon suojaus

Käyvän arvon suojaus liittyy yrityksen taseeseen merkityn omaisuuden, velan tai taseen ulkopuolisen sitoumuksen arvon muutoksiin valuuttakurssien muutosten seurauksena (Haaramo 2015, 566). Käyvän arvon suojaukseen liittyy liiketaloustieteissä esiin tuotu yritysten kansainväliseen kauppaan liittyvä transaktioriski, jonka seurauksena yritysten taloudellisten saamisten ja velvoitteiden arvo saattaa vaihdella valuuttakurssimuutosten myötä (Eiteman ym. 2007, 253).

Transaktiosuojautuminen voi liittyä sekä käyvän arvon suojaamiseen että rahavirran suojaamiseen, riippuen vieraassa valuutassa olevan saamisen luonteesta (Harsu 2018, 599). Käyvän arvon muutoksilta voidaan suojautua joko termiini- tai optiotyyppisellä johdannaisella. Termiinityyppisellä johdannaisella suojautuessa valuutan kurssimuutos

lukittuu tietylle ennalta määritellylle tasolle, koska valuutan arvon muutokset ja suojausinstrumentin hinnan muutokset kumoavat toisensa. (Harsu 2018, 598–599). Käyvän arvon suojaus voidaan toteuttaa myös optiotyypillisellä johdannaisella. Optiotyypinen johdannainen on kuitenkin luonteeltaan hieman erilainen kuin termiini. Osto-option avulla voidaan varmistaa, että tuleva valuuttavaihtokurssi on tietyllä tasolla. Option avulla hankittava varmuus valuuttakurssin minimitasosta kuitenkin aiheuttaa kustannuksia, sillä optiosta on maksettava preemio option myyjälle (asettajalle). (Harsu 2018, 598–599.)

Transaktioriskistä johtuvilla mahdollisilla käyvän arvon muutoksilla oikaistaan suojauskohteen arvoa ja muutos kirjataan tulosvaikutteisesti (Haaramo 2015, 566). Käyvän arvon suojauksen toteuttavan yrityksen kannalta on yksinkertaisinta, mikäli suojaavan instrumentin verokohtelu seuraa suojattavan kohteen verotusta. Elinkeinoverolaissa tehdään jako suojaustarkoituksessa olevan johdannaisen ja kaupankäyntitarkoituksessa olevan johdannaisen välillä. (Harsu 2011, 56–59.) Suojaavan instrumentin verokohtelu määräytyy EVL 26 §:n mukaisesti tulosvaikutteisuuutta noudattaen (Harsu 2018, 600). Huomionarvoista pykälässä on, että optioita ei käsitellä kyseisen pykälän mukaisesti (VAVM 23/2008), vaan optioista säädetään Elinkeinoverolain 27 d §:n ja EVL 27 e §:n mukaan.

EVL:n vuoden 2009 alusta tulneiden muutosten myötä veronalaista tuloa ja vähennyskelpoista menoa ovat kaupankäyntitarkoituksessa pidettävistä johdannaisista kirjanpitolain 5 luvun 2a §:n tai IFRS:n nojalla tuloslaskelmaan merkityt realisoitumattomat arvonnousut ja arvonnousut (Harsu 2011, 56–59). Muutokset laajensivat kirjanpidossa huomioitujen realisoimattomien arvomuutosten huomioimista verotuksessa 27d §:n ja 27e §:n kautta myös optioihin (Andersson & Penttilä 2014, 541). Näin ollen optioihin vaikuttaa uudistusten myötä kirjanpidossa noudatettava tulosvaikutteisuuden periaate (Kukkonen & Walden 2010, 52–53).

Optioilla toteutettava käyvän arvon suojauksen kohdalla on kuitenkin havaittavissa elinkeinoverolain ominaispiirre, jolla voi olla vaikutusta myös yrityksen valuuttasuojauksen toteuttamiseen. Elinkeinoverolaki on ”tilkkutäkkimäinen” eli vanhaa 1960-luvulla esiteltyä elinkeinoverolakia on uudistettu vastaamaan tämän päivän haasteita pieni pala kerrallaan (Kukkonen & Walden 2015). Laki voi olla paikoin hankala tulkittava, kun saman pykälän sisällä on eri aikoina tehtyjä muutoksia. Esimerkkinä tästä EVL:n 27 d §:ä, joka on alun perin tullut voimaan 1.1.2003, ja siihen on säädetty lisäyksiä ja korjauksia vuosina 2008 ja 2012. Tilkkutäkkimäisyyden myötä laki ei välttämättä täytä aina neutraaliuden ja ennakoitavuuden tavoitteita, joita hyvälle lainsäädännölle asetetaan. (Myrsky & Malmgrén 2014, 3–4.) Haasteena elinkeinoverolain kehittämiseksi on elinkeinoverotuksen ja kirjanpidon eriävät tavoitteet. Elinkeinoverolaissa pääsääntönä on, että toteutumatonta tuloa ei veroteta, kun taas kirjanpidossa ja tilinpäätöksessä on tavoitteena antaa mahdollisimman tarkka sen hetkinen kuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta, jolloin

realisoitumattomat arvonnousut tulee olla havaittavissa. (Kukkonen & Walden 2010, 52–53.)

5.7.3 *Rahavirran suojaus*

Ulkomaiseen yksikköön tehtävät nettosijoitukset ja pitkäaikaiset ulkomaan valuutassa tapahtuvat myynnit voivat muodostaa yritykselle pitkäaikaista rahavirtaa ulkomaan valuutassa. Rahavirran suojauksessa tavoitteena on suojautua sellaiselta valuuttariskiltä, joka vaikuttaa tulevien rahavirtojen arvon vaihteluun yrityksen kirjanpitovaluutassa. Käytännössä rahavirran suojauksia ovat taseeseen merkittyyn omaisuuserään tai velkaan liittyvän rahavirran suojaus ja ennakoituun tai olemassa olevaan liiketoimeen liittyvän rahavirran suojaus. (Haaramo 2015, 567.)

Liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa ja tutkimuksessa usein puhutaan operatiivisesta riskistä, kun kuvataan valuuttakurssien muutoksista johtuvia pitkäaikaisten rahavirtojen arvojen vaihtelua (Bradley & Moles 2002, 29). Ulkomaiseen yksikköön tehtyihin nettosijoituksiin liittyy läheisesti translaatoriskin käsite (Harsu 2018, 604; Hagelin 2003, 56).

Kirjanpidossa rahavirtojen suojauksessa käytettävä suojausinstrumentti arvostetaan käypään arvoon taseessa. Kun suojauskohteen rahavirrat eivät ole vielä realisoituneet, suojaavan instrumentin käyvän arvon muutokset kirjataan omaan pääomaan muihin laajan tuloksen eriin. Tehoton osuus suojauksesta kirjataan kuitenkin välittömästi tulospaikkaan. Suojattavan kohteen rahavirtojen realisoiduttua siirretään suojaavan instrumentin taseeseen kirjatut käyvän arvon muutokset tuloslaskelmaan. Lopputuloksena on, että rahavirrat ja suojaavan instrumentin tuloslaskelmaan vaikuttavat muutokset ajoittuvat samalle verovuodelle ja kumoavat toisensa. Kirjanpidossa oleva käytäntö siis mahdollistaa taseen oman pääoman kirjausten avulla suojauksista johtuvien voittojen ja tappioiden tulouttamisen eri ajankohtana kuin ne ovat todellisuudessa syntyneet, Yritys pysyy näin ollen suojauksia käyttämällä tasoittamaan ulkomaan valuutassa olevia rahavirtoja valuuttasuojauksen avulla. (Harsu 2018, 604.)

Tulosten ajoittuminen tasaisesti eri vuosien välillä on myös nähty tärkeäksi yritysten osalta. Yritykset haluavat varmistaa tulevaa kasvua, varsinkin huonoina taloudellisina aikoina ulkopuolisen rahoituksen kerääminen uusia investointeja varten voi olla haasteellista ja yritys joutuu turvautumaan sisäiseen rahoitukseen. (Froot ym. 1993, 1629.) Lisattujen yritysten osalta arvostus tasaista tulosta tekevillä yrityksillä on osoitettu olevan korkeampi kuin yritysten, joiden tulos vaihtelee merkittävästi (Allayannis & Weston 2001, 273–274). Yrityksen rahoitussovimukseen voi olla myös sovittuna kovenantteja, jotka velvoittavat yritystä neuvottelemaan rahoituksensa uusiksi tai jopa maksamaan

ennen aikaisesti takaisin, jos taloudelliset tunnusluvut heikkenevät merkittävästi tuloksen vaihtelusta johtuvan tuloksen heikentymisen seurauksena (Niskavaara 2017, 90–92).

6 LOPUKSI

Tutkielma keskeinen päämäärä on kuvailla johdannaisinstrumenttien verotusta elinkeinoverolaissa yrityksen käyttäessä johdannaisinstrumentteja valuuttakurssiriskin hallintaan vastaten tutkielman päätutkimuskysymykseen – *miten johdannaisinstrumentteihin sovellettavat elinkeinoverolain verosäännökset sääntelevät yrityksen valuuttakurssiriskin hallinnan toteuttamista?* – tutkielman 5. luvussa. Valuuttojen aiheuttamien riskien monitoriteisuuden takia tutkielman pääkysymystä on lähestytty muodostamalla kokonaiskuva johdannaisinstrumenttien hyödyntämisestä osana kansainvälisesti toimivan yrityksen riskienhallintaa käsittelemällä aikaisemmissa luvuissa alakysymysten kautta – *Miten yritykset hyödyntävät johdannaisinstrumentteja valuuttariskin hallinnassa? Miten yritykset voivat ennakoida tulevaa valuuttakurssien kehitystä? Mitä riskejä yritykset kohtaavat toimissaan vieraan valuutan alueella?* – kansainvälisen yritystoiminnan riskien kokonaisuutta, valuuttojen arvojen kehitykseen vaikuttavia tekijöitä sekä valuuttakurssiriskien vaikutusta yrityksen tuloksen muodostumiseen.

Yritystoiminta on usein kansainvälistä, jolloin yritykset toimivat usean eri valuutan alueella. Kirjanpitovaluutan ohella yrityksen käytössä olevat muut valuutat muodostavat yrityksille valuuttariskiä. (Wang 2005, 31.) Kansainvälistä yritystoimintaa ja valuuttakurssiriskin käsitettä on avattu tutkielman toisessa luvussa. Kuvailemisen helpottamiseksi erilaiset valuuttojen aiheuttamat riskit jaotellaan taloustieteellisessä tutkimuksessa niiden muodostumistavan mukaan. (Knüpfer & Puttonen 2018, 220.) Transaktioriski on yleensä välitön ja liittyy yrityksen ulkomaan valuutassa oleviin kassavirtoihin. Operatiiviset valuuttariskit taas liittyvät yrityksen kilpailuasemaan vieraan valuutan markkinalla. Hieman viiveellä puolestaan vaikuttaa translaatoriski, joka aiheutuu emoyrityksen muuntaessa vieraassa valuutassa toimivan tytäryrityksensä tulos- ja tase-eriä omalle kirjanpitovaluutalleen. (Eiteman ym. 2007, 253–255, 301–305, 335–342.)

Valuuttojen arvojen vaihtelua on liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa usein pyritty selittämään taloudellisten fundamenttien avulla, jolloin valuutan arvon kehittymiseen vaikuttaa kauppataaseen, inflaation ja valtioiden välisten korkojen kehitys (Eiteman ym. 2007, 122–123). Tähän aihealueeseen on perehdytty tutkielman kolmannessa luvussa. Valuuttojen suhteellisiin arvoihin vaikuttavat kuitenkin myös ennakko-odotukset tulevasta valuuttojen arvon ja fundamenttien kehityksestä. Näin ollen valuuttojen arvot voivat lyhyellä ajanjaksolla seurata enemmän satunnaiskulun periaatteita kuin fundamenttien pohjalta ennakoitua kehityskulkua. Pidemmällä ajanjaksolla tarkasteltuna tilanne kuitenkin voi olla päinvastainen. Yrityksen suunnitellessa valuuttasuojauksia lyhyet valuuttojen kehityskaaret (1–3 vuotta) voivatkin vaatia erilaisia valuuttasuojausstrategioita kuin pitkät (7–10 vuotta), jolloin valuuttasuojaus voi olla pitemmällä ajanjaksolla tehokkaampaa toteuttaa muilla menetelmillä kuin johdannaisilla (James ym. 2012, 114.)

Liiketaloustieteellisen tutkimuksen kautta on pystytty määrittelemään kuinka yrityksen kannattaa käytännössä toteuttaa suojausstrategia. Esimerkiksi mikäli yritys päättää suojautua öljyn hinnan vaihteluilta haluamassaan määrin, voidaan Black-Scholes-menetelmän avulla laskea, kuinka monta optiosopimusta tarpeellinen suojautuminen yrityksen kohdalla vaatii. Johdannaisiin liittyvästä suojautumismekaniikasta on laajalti tieteellistä kirjallisuutta, joka kattaa käytännön näkökohdat riskinhallintamenetelmien toteuttamisesta. Tieteellisessä tutkimuksessa on paljon vähemmän selkeitä yksimielisiä ohjeistuksia suojautumisstrategian käytännön toteuttamista aikaisempiin kysymyksiin, kuten (Froot ym. 1993, 1629–1630.):

- millaisilta riskeiltä olisi suojauduttava?
- pitäisikö suojautua kokonaan riskiltä vai vain osittain?
- mitkä sijoitusinstrumentit parhaiten vastaavat suojautumisstrategiaan?

Vastaaminen näihin kysymyksiin on vaikeaa. Modigliani-Millerin paradigman mukaan öljyoptiosopimusten ostaminen tai myyminen ei lisää öljynjalostamoyrityksen arvoa, koska yksittäiset sijoittajat voivat itse ostaa ja myydä vastaavia sopimuksia ja suojata omistuksensa öljyn hinnan vaihtelun aiheuttamalta riskiltä. (Froot ym. 1993, 1629–1630.) Näin ollen yritykset voivat linjata, että eivät suojaudu valuuttariskiltä vaan jättävät suojautumisen yrityksen omistajien itse tehtäväksi.

Vaikka liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa on osin kyseenalaistettu valuuttariskinhallinnan mielekkyyttä yrityksen riskienhallinnassa (Froot ym. 1993, 1629–1630), ovat useat yritykset kuitenkin halukkaita hallitsemaan valuuttakurssien aiheuttamaa riskiä. Belkin ja Glaumin (1990, 11) tutkimuksen mukaan yritykset pitävät transaktioriskinhallintaa keskeisimpänä osana heidän valuuttariskinhallintaansa. Liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa puolestaan usein painotetaan operatiivisten riskien hallinnan mielekkyyttä osana yritysten valuuttariskinhallintaa. Aihealueen monimutkaisuuden ja yritysten monimuotoisuuden takia olisi oletettavaa, että liiketaloustieteellinen tutkimus antavaa hyvin heterogeenisiä tuloksia yritysten valuuttasuojauksen osalta.

Belkin ja Glaumin (1990, 11.) mukaan yritysten valuuttasuojauksen toteuttamisen osalta on kuitenkin löydettävissä tiettyjä pääpiirteitä, kuten valuuttasuojauksen päätöksen teon keskittäminen kansainvälisesti toimivassa yrityksessä joko ylimmälle johdolle tai toimintotasolle ja valuuttasuojauksen toteuttaminen vain osalle yritykseen kohdistuvaa valuuttariskiä. Chowdry & Howe (1999, 229–246) totesivat tutkimuksessaan, että yritysten valuuttasuojautuminen tapahtuu pääsääntöisesti operaatioiden avulla tai hyödyntämällä rahoitusinstrumentteja kuten johdannaisia. Operatiivinen suojautuminen korostuu, mikäli vieraan valuutan aiheuttama riski on pitkäkestoista tai vieraassa valuutassa tapahtuvan myynnin vaihtelu on suurta.

Tutkielman 4. luvun loppupuolella esiin nostetut kotimaiset pörssiyritykset – Atria, Fortum ja Tikkurila – käyttävät kukin hieman toisistaan poikkeavia lähestymistapoja vieraiden valuuttojen muodostamaa riskiä kohtaan. Tikkurilan toimii useiden valuuttojen

alueella ja käyttää vieraiden valuuttojen muodostamaa riskiä vastaan operatiivista suojautumista. Operatiivista suojautumista toteutetaan yrityksessä yhteensovittamalla eri valuutoissa olevia rahavirtoja niin, että valuuttariski neutralisoituu. Käytännössä tämä tarkoittaa valuuttavelkojen ottamista tai hankintojen keskittämistä valuuttaan, josta on tiedossa tulo rahavirtoja tulevaisuudessa. Tämän lisäksi Tikkurila hajauttaa toimintaansa eri valuuttojen välillä, jolloin yhden yksittäisen valuutan kehityksen merkitys ei korostu konsernin tuloksen muodostumisessa. Valuuttariskiä neutralisoidaan Tikkurilassa myös jakamalla valuuttariskiä sopimusten kautta sopimuskumppaneille käyttämällä valuuttaklausuuleita osto- ja myyntisopimuksissa. Valuuttaklausuulien käyttö on mahdollista yritykselle, mikäli sen kilpailuasema on markkinoilla vahva. Heikossa asemassa olevan yrityksen kannalta valuuttaklausuulit ovat epäedullisia, jolloin suojautuminen kannattaa toteuttaa muilla menetelmillä, kuten valuuttajohdannaisilla. (Tikkurilan tilinpäätös 2018, 78.) Atria puolestaan hyödyntää johdannaisia valuuttariskiltä suojautumiseen. Atria soveltaa kahdella keskeisellä markkinallaan Suomessa ja Ruotsissa valuuttariskiltä suojautumiseen suojauslaskentaa, jota se seuraa rullaavan 12 kuukauden ennustetun rahavirran perusteella. Suojautumisen Atria toteuttaa valuuttatermiineillä yhdestä kuuteen kuukauden ajanjaksoille, minkä aikana yhtiö olettaa suojattujen valuuttamuutosten toteutuvan ja vaikuttavan yhtiön tulokseen. (Atrian vuosikertomus 2016, 74.) Fortum puolestaan suojautuu vain osittain valuuttariskiä vastaan. Näin on esimerkiksi Fortumin kohdalla, joka suojautuu transaktioriskiä vastaan, mutta translaatoriskin kohdalla suojautuminen on vain osittaista ja perustuu tilannekohtaiseen harkintaan. (Fortumin tilinpäätös 2018, 31.)

Verotukseen ja lainsäädännön laadukkuuteen liittyvät kysymykset asettavat oman pohdinnan alueen valuuttasuojauksen toteuttamiseen. Valuuttasuojauksen johdannaisilla toteuttavan yrityksen kannalta on keskeistä, kuinka laadukas on johdannaisiin kohdistuva lainsäädäntö. Laadukkaan lainsäädännön myötä taloudellinen toimija voi selkeästi nähdä jo ennalta taloudellisten toimien seurannaisvaikutukset. (Myrsky & Malmgrén 2014, 1–3.) Suomalaisen lainsäädännön laatua on pohtinut muun muassa Tala (2005a, 215–219) ja Tarasti (2002, 575.), joiden huomioita suomalaisen lainsäädännön kehityksestä viime vuosikymmeninä on nostettu esiin tutkielman luvussa 5.1.1. Johdannaisten elinkeinotoiminnan verottaminen muodostuu elinkeinoverolain, kirjanpitolain ja kansainvälisten kirjanpitosäädösten muodostaman kokonaisuuden pohjalta (Kukkonen & Walden 2010, 52–53). Näin ollen pelkää elinkeinoverolakia ei voi käsitellä ilman että otettaisiin kantaa elinkeinoverolakiin vaikuttaviin tilinpäätösnormistoihin tai kirjanpitolakiin. Tutkielman luvut 5.3–5.5 käsittelevät elinkeinoverotuksen kokonaisuutta huomioiden myös tilinpäätösnormistot ja kirjanpitolain.

Yleisesti lainsäädäntöön kohdistuvan kritiikin lisäksi, myös suoraan elinkeinoverolain säännöksiä kohtaan on esitetty kritiikkiä. Alkuperäinen elinkeinoverolaki heijastaa edelleen sen säätämisaikajankohdan henkeä 1960-luvulta. Alkuperäinen tavoite – jolla on liityntä kohtia Von Schanzin varallisuusteoriaan – vain toteutuneiden menojen ja tulojen

huomioimisesta on pyritty säilyttämään. (Kukkonen & Walden 2015.) Elinkeinoverolakia ei kuitenkaan ole voitu kehittää huomioimatta kirjanpitolakia ja kansainvälisiä kirjanpitosäädöksiä (Andersson & Penttilä 2014, 5). Näin ollen kirjanpidon ja kansainvälisten kirjanpitoasetusten tavoitteet todellisen ja tarkan kuvan antamisesta yrityksen taloudellisesta asemasta ovat haastaneet elinkeinoverotuksen perinteisen tavoitteen. Nyt tapahtunut kehittäminen uusilla ja korvaavilla pykälillä on johtanut siihen, että elinkeinoverolaki heijastaa kahta hieman ristiriitaista tavoitetta; elinkeinoverolain realisointiperiaatetta ja kirjanpidon tuloperiaatetta. (Kukkonen & Walden 2010, 52.) Luvuissa 5.6–5.7 on käyty läpi millaiset säädökset ohjaavat johdannaisinstrumenttien verotusta elinkeinoverolaissa. Luvuissa on tuotu esiin kuinka kirjanpitoasetukset määritelmät suojauslaskennasta, käyvän arvon suojaamisesta tai rahavirran suojaamisesta ohjaavat suojaamistarkoituksessa olevien johdannaisinstrumenttien verotusta elinkeinoverolain rinnalla. Muussa kuin suojaamistarkoituksessa olevat johdannaisinstrumentit verotetaan puolestaan puhtaasti elinkeinoverolain määritelmien mukaisesti. Toisin sanoen johdannaisinstrumentin verotukseen elinkeinoverotuksessa vaikuttaa johdannaisinstrumenttiin liitettävän määritelmän sijaan enemmän johdannaisinstrumentin käyttötarkoitus.

Kansainvälisen yritystoiminnan riskien kokonaisuus, valuuttojen arvojen kehitykseen vaikuttavia tekijät, valuuttojen arvon muutoksiin liittyvien riskien vaikutus yrityksen tuloksen muodostumiseen, elinkeinoverolain tavoitteet ja elinkeinoverolakiin vaikuttavia muut lait ja asetukset kukin sisältävät useita mielenkiintoisia tutkittavia aihealueita, joita voisi tutkia yksittäinkin monenlaisista eri näkökulmista. On myös tärkeää pohtia: onko suomalaisessa liiketaloustieteellisessä keskustelussa valuuttasuojaukseen liittyvät kysymykset jääneet taka-alalle Suomen liittyttyä euroalueeseen?

Tässä tutkielmassa on kuvailtu valuuttasuojauksen verottamista elinkeinoverolaissa lähestyen aihealuetta valuuttasuojauksen toteuttamisen näkökulmasta. Kansainvälisesti toimivan yrityksen toteuttaessa valuuttasuojauksia ovat verotuslainsäädäntöön liittyvät laatukysymykset – kuten lainsäädännön ennakoituvuus, laajuus ja tulkittavuus – keskeisiä. Elinkeinoverolakia kohtaan osoitettu kritiikki ja vaatimukset elinkeinoverolain kokonaisuudistuksesta muodostavat uuden mahdollisen tutkimuskysymyksen – *pitäisikö elinkeinoverolain realisointiperiaatteen ja kirjanpitolain tuloperiaatteen yhdistämisestä tulevaisuudessa luopua lainsäädännön laadun kehittämiseksi?* – joka voisi toimia tämän tutkielman jatkona.

LÄHTEET

- Aabo, T. (2001) Exchange Rate Exposures and Strategies of Industrial Companies: An Empirical Study. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 43 (3), 379–395.
- Aarnio, A. (2006) *Tulkinnan taito: Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta*. WSOY, Helsinki.
- Ahjos, T. (1994) Finanssiriskien hallintaa. Verkkojulkaisu.
<<http://www.ahjos.net/finance/firi94.pdf>>, haettu 25.10.2018.
- Akay, G – Cifter, A (2014) Exchange rate exposure at the firm and industry levels: Evidence from Turkey. *Economic Modelling*, Vol. 43, 426–434.
- Alasuutari, P. (2011) *Laadullinen tutkimus 2.0*. Osuuskunta Vastapaino, Riika.
- Allayannis, G. – Ofek, E. (2001) Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20 (2), 273–296.
- Allayannis, G. – Weston, J. P. (2001) The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*, Vol. 14 (1), 243–276.
- Altavilla, C. – Grauwe, P., de (2010) Forecasting and combining competing models of exchange rate determination, *Applied Economics*, Vol. 42 (27), 3455–3480.
- Andersson, E. – Penttilä, S. (2014) *Elinkeinoverolain kommentaari*.
14. uud. p. Talentum Media Oy, Helsinki.
- Annicchiarico, B. – Marini, G. – Piersanti, G. (2011). Budget deficits and exchange rate crises. *International Economic Journal*, Vol. 25 (2), 285–303.
- Atrian vuosikertomus 2016. Verkkojulkaisu, Atria Oyj.
<https://www.atria.fi/globalassets/atriagroup/taloustieto/atria_vuosikertomus-2016_final.pdf>, haettu 19.3.2019

- Base erosion and profit shifting. Internet publication, The Organisation for Economic Co-operation and Development. <<http://www.oecd.org/tax/beps/beps-about.htm>>, haettu 20.12.2018.
- Belk, P. A. – Glaum, M. (1990). The Management of Foreign Exchange Risk in UK Multinationals: An Empirical Investigation. *Accounting and Business Research*, Vol 21 (81), 3–13.
- Bodnar, G. – Gentry, W. (1993) Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan and the U.S. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 12, 29–45.
- Bradley, K. – Moles, P. (2002) Managing strategic exchange rate exposures: Evidence from UK firms. *Managerial Finance*, Vol 28 (11), 28–42.
- Butgereit, F. (2010) *Exchange rate determination puzzle: Long run behavior and short run dynamics*. Diplomica Verlag, Hamburg.
- Chew, D. H. (2008) *Corporate risk management*. University Press. New York, Columbia.
- Choi, J. (1986) A Model of Firm Valuation with Exchange Exposure. *Journal of International Business Studies*. Vol. 17 (2), 153–159.
- Choi, J. (1989) Diversification, exchange risks and corporate international investment. *Journal of International Business Studies*, Vol. 20, 145–155.
- Choi, J. – Click, R. (2006) Introduction to Value Creation in Multinational Enterprise, in J. Jay Choi, Reid W. Click (ed.) Value Creation in Multinational Enterprise. *International Finance Review*, Vol. 7, 3–15.
- Chowdhry, B. – Howe, J. (1998) Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operational Hedging Policies, *Review of Finance*, Vol. 2 (2), 229–246.
- Danthine, J. – Donaldson, J. (2005) *Intermediate Financial Theory*. Elsevier Academic Press, London.

- Dellas, H. – Tavlas, G. S (2013) The gold standard, the euro, and the origins of the greek sovereign debt crisis. *CATO Journal*, Vol. 33 (3), 491–520.
- Dreger, C. – Kholodilin, K. A. – Ulbricht, D. – Fidrmuc, J. (2016) Between the hammer and the anvil: The impact of economic sanctions and oil prices on Russia's ruble. *Journal of Comparative Economics*, Vol 44 (2), 295–308.
- Eiteman, D. K. – Stonehill, A. I. – Moffett, M. H. (2007) *Multinational Business Finance*. 11th ed. Pearson Addison Wesley, Boston, MA.
- Elo, H. (2008) 80+ päivässä osakesijoittajaksi. Buffetin kiehtova liiketoimintalogiikka. Mestarin opetukset 6. osa, Verkkoblogi, Kauppalehti.
<<https://blog.kauppalehti.fi/80-plus-paivassa-osakesijoittajaksi/buffettin-kiehtova-liiketoimintalogiikka>>, haettu 30.1.2018.
- Engel, C – Mark, N. C – West, K. D (2007) Exchange rate models are not as bad as you think. *NBER/Macroeconomics Annual, University of Chicago Press*, Vol. 22, 381–441.
- Erola, E. – Luoto, P. (2000) *Riskit voimavaraksi – liiketoimintariskien hallinta yrityksessä*. Oy Edita Ab. Helsinki.
- Eskola, J. – Suoranta, J. (1998) *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä.
- Euroopan parlamentti, Faktatietoa Euroopan unionista, Euroopan talousalue, Sveitsi ja pohjoiset alueet. Verkkojulkaisu. <<http://www.europarl.europa.eu/factsheets/fi/sheet/169/euroopan-talousalue-sveitsi-ja-pohjoiset-alueet>>, haettu 16.1.2019.
- Evans, M. – Lyons, R. (2002) Order flow and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, Vol. 110, 170–178.
- Fama, E. F. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, Vol. 25 (2), 383–417.
- Fama, E. F. (1975) Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation. *The American Economic Review*, Vol. 65 (3), 269–282.

Fortumin tilinpäätös 2018. Verkkajulkaisu, Fortum Oyj.

<https://www.fortum.fi/sites/g/files/rkxjap156/files/investor-documents/fortum_tilinpaaotos_2018.pdf>, haettu 19.3.2019

Frankel, J. – Rose, A. K. (1994) A survey of empirical research on nominal exchange rates. *NBER Working Paper Series*, 4865, 1–76.

Froot, K. A. – Scharfstein, D. S. – Stein, J. C. (1993) Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, Vol. 48 (5), 1629–1658.

Geczy, C. – Minton, B. – Schrand, C. (1997) Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, Vol. 52 (4), 1323–1354.

Glaum, M. (1990) Strategic Management of Exchange Rate Risks. *Long Range Planning*, Vol. 23 (4), 65–72.

Gornjak, M. (2017) Comparison of IAS 39 and IFRS 9: The Analysis of Replacement. *International Journal of Management*, Vol. 6 (1), 115–130.

Graham, J. R. – Rogers, D. A. (2002) Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives? *Journal of Finance*, Vol. 57 (2), 815–839.

Gregory, J. (2014) *Central counterparties: Mandatory clearing and bilateral margin requirements for OTC derivatives*. John Wiley & Sons Inc. West Sussex, England.

Guay, W. – Kothari, S.P. (2003) How much do firms hedge with derivatives? *Journal of Financial Economics*, Vol. 70 (3), 423–461.

Haaramo, V. (2015) Uusi rahoitusinstrumenttistandardi IFRS 9 on annettu, osa 2. *Verotus: Suomen verolainsäädännön ja verotuskäytännön tuntemusta edistävä aikakausjulkaisu*, Vol. 65 (5), 560–567.

Hagelin, N. (2003) Why firms hedge with currency derivatives: an examination of transaction and translation exposure. *Applied Financial Economics*, Vol. 13 (1), 55–69.

- Hagelin, N. – Pramborg, B. (2004) Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging. *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 15(1), 1–20.
- Hankilanoja, A. (2014) *Poliisin salainen tiedonhankinta*. Talentum, Helsinki.
- Harsu, P. (2011) Johdannaiset ja suojaus -käsittely kirjanpidossa ja verotuksessa. *Tilisanomat: yritystalouden ja laskennan ammattilehti*, 1, 56–59.
- Harsu, P. (2018) Suojauksen käsittely kirjanpidossa ja verotuksessa, osa 1. *Verotus: Suomen verolainsäädännön ja verotuskäytännön tuntemusta edistävä aikakausjulkaisu*, Vol. 68 (5), 596–605.
- HE 172/1967 Hallituksen esitys laiksi elinkeinotulon verottamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Hallituksen esitykset, Finlex. <<https://www.edilex-fi.ezproxy.utu.fi/he/fi19670172.pdf>>, haettu 3.1.2019.
- HE 200/1992 Hallituksen esitys eduskunnalle tuloverolaiksi sekä laiksi eräiden yleishyödyllisten yhteisöjen veronhuojennuksista annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta. Hallituksen esitykset, Finlex. <<https://www.edilex-fi.ezproxy.utu.fi/he/fi19920200.pdf>>, haettu 3.1.2019.
- HE/84/2002 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain muuttamisesta. Hallituksen esitykset, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2002/20020084>>, haettu 30.1.2019.
- HE 176/2008 Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain sekä tuloverolain 45 §:n muuttamisesta. Hallituksen esitykset, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2008/20080176.pdf>>, haettu 1.12.2018.
- Hoberg, G. – Moon, S. K. (2017) Offshore activities and financial vs operational hedging. *Journal of Financial Economics*, Vol. 125 (2), 217–244.
- Hoppu, K. (2004) *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. 2. p. WSOY Lakitieto, Helsinki.
- Hull, J. C. (2000) *Options, futures & other derivatives*. 4th ed. Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ.

- Jalasjoki, P. (2016) Maailman suurimmat markkinat ja rahoitusalan joukkotuhooajat. Verkkoblogi, Suomen Pankki. <<https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2016-2/maailman-suurimmat-markkinat-ja-rahoitusalan-joukkotuhooajat/>>, haettu 1.12.2018.
- James, J. – Marsh, I. W. – Sarno, L. (2012) *Handbook of exchange rates*. John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- Jauri, O. (1997) *Riskienhallinta uudesta näkökulmasta*. Kauppakaari Oy, Helsinki.
- Johdannaisinstrumenttien verotus elinkeinoverolain 27d §:n ja 27e §:n mukaan. VeroH:n ohje A53/200/2014, Verohallinto. <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48083/johdannaisinstrumenttien_verotus_elinkeinoverolain_27d_27e/#liitteet>, haettu 3.10.2018.
- Jorion, P. (1990) The exchange rate exposure of U.S. multinationals. *Journal of Business*, Vol. 63, 331–345.
- Kaminsky, G. L. (2006) Currency crises: Are they all the same? *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (3), 503–527.
- Kaplan, L. – Gerrick, G. (1981) On the Quantitative Definition of Risk. *Risk Analysis*, Vol. 1 (1), 11–27.
- Kasanen, E. – Lukka, K. – Siitonen, A. (1991) *Konstruktivinen tutkimusote liiketaloustieteessä*. WSOY, Porvoo.
- Keloharju, M – Niskanen, M (2001) Why Do Firms Raise Foreign Currency Denominated Debt? Evidence from Finland. *European Financial Management*, Vol. 7 (4), 481–496.
- Kim, Y. (1997) Stock Price Reaction to International Investment and Divestiture and Management of Currency Operating Exposure. *Journal of Economics and Business*, Vol. 49, 419–437.
- Kim, Y. – McElreath, R. (2001) Managing operating exposure: A case study of the automobile industry. *Multinational Business Review*, Vol. 9 (1), 21–26.

Kim, S. F. – Chance, D. M. (2018) An empirical analysis of corporate currency risk management policies and practices. *Pacific-Basin Finance Journal*, 47, 109–128.

Knüpfer, S. – Puttonen, V. (2018) *Moderni rahoitus*. 10. uud. p. Alma, Helsinki.

Komission direktiivi 2007/16/EY (2007). Verkkojulkaisu, Euroopan komissio. <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32007L0016>>, haettu 8.2.2019.

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle 6.12.2012. Verkkojulkaisu, Euroopan komissio. <https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/com_2012_722_fi.pdf>, haettu 20.12.2018.

Korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisu 1990-B-511. Korkeimman hallinto-oikeuden vuosikirja päätökset, Edilex. <<https://www.edilex.fi/kho/vuosikirjat/199000881>>, haettu 7.2.2019.

Kukkonen, M. – Waldén, R. (2010) *Elinkeinoverolaki käytännössä*. 2. uud. p. WSOY, Helsinki.

Kukkonen, M. – Walden, R. (2015) *Elinkeinoverolaki käytännössä*. 3. uud. p. Verkkojulkaisu. Talentum Pro, Helsinki. <<https://login.ezproxy.utu.fi/login?url=http://fokus.almatalent.fi/teos/CAXBBXAUBGH>>, haettu 7.2.2019.

Laitinen, A. (2002) *Oikeussosiologian perusteet*. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Rikos- ja prosessioikeuden sarja A N:o 27, Turku.

Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360>>, haettu 3.10.2018.

Laki elinkeinotulon verottamisesta annetun lain muuttamisesta 1077/2008. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2008/20081077>>, haettu 7.2.2019.

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 28.12.2017/1070. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2017/20171070>>, haettu 6.2.2019.

- Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta 28.12.2017/1069. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2017/20171069>>, haettu 6.2.2019.
- Laki Verohallinnosta 11.6.2010/503. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2010/20100503>> haettu 7.2.2019.
- Malmgrén, M. – Myrsky, M. (2017) *Kansainvälinen henkilö- ja yritysverotus*. 3. uud. p. Alma, Helsinki.
- Meese, R. A. – Rogoff, K. (1983) Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample? *Journal of International Economics*, Vol. 14, 3–24.
- Merna, T. – Al Thani, F. F. (2008) *Corporate risk management*. 2nd ed. Wiley, Hoboken, NJ.
- Modigliani, F. – Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. Vol. 48 (3), 261–297.
- Myddelton, D.R. (2000) *Managing Business Finance*. Prentice Hall, Harlow.
- Myrsky, M. (2011) *Ennakkopäätökset verotuksessa*. 3. uud. p. Talentum, Kariston Kirjapaino Oy, Helsinki.
- Myrsky, M. – Räbinä, T. (2015) *Verotusmenettely ja muutoksenhaku*. 7. uud. p. Talentum, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.
- Myrsky, M. – Malmgrén, M. (2014) *Elinkeinotulon verotus*. Talentum, Helsinki.
- Mäenpää, O. (2017) *Yleinen hallinto-oikeus*. Alma, Helsinki.
- Nazarboland, G. (2003) The Attitude of Top UK Multinationals towards Translation Exposure. *Journal of Management Research*, Vol. 3 (3), 119–126.
- Neilimo, K. – Näsi, J. (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, sarja A2: Tutkielmia ja raportteja. Tampereen yliopisto, Tampere.
- Niskanen, J. – Niskanen, M (2000) *Yritysrahoitus*. Edita Publishing Oy, Helsinki.

- Niskavaara, E. (2017) *Yritystaloutta esimiehille*. Talentum Media, Helsinki.
- Nuotio, V. (2012) *Tappiontasaus tuloverotuksessa*. Talentum, Helsinki.
- O'Brien, T. J. (2013) *Introduction to foreign exchange rates*. Business Expert Press, New York.
- Ossa, J. (2014) *Yritystoiminnan verotus*. 2. uud. p. Helsingin Kamari Oy, Helsinki. <<https://kauppakamaritieto-fi.ezproxy.utu.fi/fi/s/ak/kirjat/yritystoiminnan-verotus-2014/>>, haettu 7.2.2019.
- Perustuslaki 11.6.1999/731. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex. <<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990731>>, haettu 7.2.2019.
- Pringle, J. (1991) Managing foreign exchange exposure. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, 73–82.
- Puttonen, V. – Valtonen, E. (1996) *Johdannaismarkkinat*. WSOY, Porvoo.
- Puusa, A. (2008) Käsiteanalyysi tutkimusmenetelmänä. *Premissi*, 4/2008, 36–43.
- Raitio, J. (2017) *Oikeusvaltion ääriviivat*. Alma Talent Oy, Helsinki.
- Ribba, A. (2011) On some neglected implications of the fisher effect. *Empirical Economics*, Vol. 40 (2), 451–470.
- Romer, C. D. – Romer, D. H. (2000) Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates. *American Economic Review*, Vol. 90 (3), 429–457.
- Salo, M. (2016) *Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Alma, Helsinki.
- Sarno, L. – Taylor, M. – Frankel, J. (2003) *Exchange rate determination: Theories and evidence in the Economics of Exchange Rates*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Shambaugh, J. C. (2004) The effect of fixed exchange rates on monetary policy. *The quarterly journal of economics*, Vol. 119 (1), 301–352.

Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747. Ajantasainen lainsäädäntö, Finlex.

<<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120747>>, haettu 6.2.2019.

Smith, C. W. – Stulz, R. M. (1985) The Determinants of Firms' Hedging Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20 (4), 391–405.

Starr, M. (2014) Qualitative and mixed methods research in economics: surprising growth, promising future. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 28 (2), 238–264.

Tala, J. (2005a) *Lakien laadinta ja vaikutukset*. Edita Prima Oy, Helsinki.

Tala, J. (2005b) Kansallinen oikeuspolitiikka: Mahdollisuudet ja välineistö. *Lakimies: Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen aikakauskirja*, Vol. 103 (7), 1165–1187.

Tarasti, Lauri (2002) Yhteiskunnan oikeudellistuminen. *Defensor Legis*, Vol. 83, 575–585.

Tayfur, B. – Selim, K. – Izzet, T. (2018) Re-Visiting Fisher Effect for Fragile Five Economies. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, Vol. 7 (2), 203–218.

Tikkurilan tilinpäätös 2018. Verkkojulkaisu, Tikkurila Oyj.
<https://www.tikkurilagroup.com/sites/default/files/2019-03/tikkurila_tilinpaaotos_2018.pdf>, haettu 19.3.2019

Tilastokeskus, kansantalouden tilinpito. Verkkojulkaisu, Tilastokeskus.
<<https://www.stat.fi/tup/kantilinpito/index.html>>, haettu 6.11.2018.

Tilastokeskus, kaupan määraindeksit. Verkkojulkaisu. <http://tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kotimaankauppa.html>, haettu 26.9.2018.

Tilastokeskus, maksutase. Verkkojulkaisu. <<https://www.stat.fi/meta/kas/maksutase.html>>, haettu 6.11.2018.

Torkkel, T. (2012) Tuloveron laskeminen: Vero- ja kirjanpito-oikeudellinen tutkimus yhteisön tuloveron laskemisesta. Verotus: Suomen verolainsäädännön ja verotuskäytännön tuntemusta edistävä aikakausjulkaisu, Vol. 62 (3), 319–322.

Valtionvarainvaliokunnan mietintö 23/2008. Verkkojulkaisu, Eduskunta.

<https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/Mietinto/Documents/vavm_23+2008.pdf>, haettu 24.1.2019.

Wang, P. (2005) *The Economics of Foreign Exchange and Global Finance*. Springer, Berlin.

Ware, R. – Winter, R. (1988) Forward markets, currency options and the hedging of foreign exchange risk. *Journal of International Economics*, Vol. 25 (3), 291–302.

Warnock, F. E. – Warnock, V.C. (2009) International capital flows and U.S. interest rates. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28 (6), 903–919.

Wiberg, Matti (2004) *Lainsäädäntötuotos Suomessa valtiopäivillä 1945-2002*.

Peruskartoitus. Valtio-opillisia tutkimuksia 58. Turun yliopiston valtio-opin laitos, Turku.

Yip, W. H. (2012). Exchange rate exposure and the use of foreign currency derivatives in the Australian resources sector. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 22 (4), 151–167.